

Gestiunea eficientă a capitalurilor întreprinderii



ISBN 978-973-168-703-2



9 789731 687032

Cuprins

Capitolul 1. Gestiunea financiară a întreprinderii în economia de piață 9

1.1. Organizarea afacerilor în țara noastră..... 9

1.2. Mutații în mediul contemporan al afacerilor 20

1.3. Esența gestiunii financiare a întreprinderii 36

1.4. Fonduri și/sau capitaluri ale întreprinderii? 41

Capitolul 2. Decizii privind capitalurile întreprinderii..... 65

2.1. Decizia – componentă a gestiunii financiare 65

2.2. Cadrul obiectiv de fundamentare a deciziilor privind capitalurile întreprinderii 69

Capitolul 3. Deciziile privind constituirea și utilizarea eficientă a capitalurilor în active imobilizate 91

3.1. Decizia de investiție – principala decizie financiară a firmei 91

3.2. Costul și randamentul capitalurilor - factori de impact asupra eficienței investițiilor 112

3.2.1. Impactul costului aportului de capital asupra eficienței capitalului fix..... 112

| | |
|---|------------|
| 3.2.2 Costul împrumuturilor și impactul său asupra eficienței capitalului fix..... | 124 |
| 3.2.3. Impactul costului resurselor interne asupra eficienței capitalului fix..... | 134 |
| 3.2.4. Costul mediu ponderat și costul marginal - criterii de sporire a eficienței capitalului fix | 137 |
| 3.2.5. Randamentul maxim – criteriu de eficientizare a constituirii și utilizării capitalului fix..... | 144 |
| 3.3. Structura financiară, riscul și optimizarea proceselor de constituire și utilizare a capitalurilor întreprinderii | 152 |
| 3.3.1. Teorii privind structura financiară optimă a întreprinderii (prin prisma investițiilor) | 152 |
| 3.3.2 Riscul și creșterea eficienței capitalului fix..... | 172 |
| 3.3.3 Structura financiară și eficientizarea proceselor de constituire - utilizare a capitalurilor firmei | 181 |
| Capitolul 4. Decizii privind capitalul pentru activitatea de exploatare | 191 |
| 4.1. Teorii privind optimul financiar al firmei (prin prisma activității de exploatare) | 191 |
| 4.2. Factori ce influențează procesele de constituire și utilizare a capitalurilor pentru exploatare | 202 |
| 4.3. Optimizarea necesarului de capitaluri pentru exploatare..... | 210 |
| 4.4. Echilibrul fluxurilor bănești de intrare și de ieșire - expresie a utilizării eficiente a capitalurilor întreprinderii | 220 |
| 4.4.1. Constituirea și utilizarea rațională a fondului de rulment - premisă a echilibrului financiar al întreprinderii..... | 220 |

| | |
|--|-----|
| 4.4.2. Fluxurile de lichidități și utilizarea eficientă a capitalurilor pentru exploatare | 233 |
|--|-----|

Capitolul 5. Analiza financiară – premise a eficientizării gestiunii capitalurilor firmei.....247

| | |
|---|-----|
| 5.1. Analiza fluxurilor financiare - premisă a gestionării eficiente a capitalurilor firmei..... | 247 |
|---|-----|

| | |
|---|-----|
| 5.2. Analiza prin metoda ratelor și impactul asupra gestionării eficiente a capitalurilor firmei | 261 |
|---|-----|

BIBLIOGRAFIE293

1. The first part of the document is a letter from the President of the United States to the Congress, dated January 8, 1801. It is a very important document, as it is the first time that the President has addressed the Congress since the establishment of the office. The letter is written in a very formal and dignified style, and it contains many important points. The President begins by expressing his gratitude to the Congress for the honor of having elected him to the office. He then goes on to discuss the state of the Union, and the progress of the government. He mentions the many difficulties that the government has faced, and the many successes that it has achieved. He also discusses the future of the government, and the steps that he has taken to ensure its stability and prosperity. The letter is a very important document, as it sets the tone for the rest of the administration. It is a document that is full of wisdom and insight, and it is a document that is worth reading for anyone who is interested in the history of the United States.

2. The second part of the document is a report from the Secretary of the Treasury, dated January 10, 1801. It is a very important document, as it provides a detailed account of the state of the Treasury. The report is written in a very formal and dignified style, and it contains many important points. The Secretary begins by expressing his gratitude to the President for the honor of having appointed him to the office. He then goes on to discuss the state of the Treasury, and the progress of the government. He mentions the many difficulties that the Treasury has faced, and the many successes that it has achieved. He also discusses the future of the Treasury, and the steps that he has taken to ensure its stability and prosperity. The report is a very important document, as it provides a detailed account of the state of the Treasury. It is a document that is full of wisdom and insight, and it is a document that is worth reading for anyone who is interested in the history of the United States.

3. The third part of the document is a report from the Secretary of the Navy, dated January 12, 1801. It is a very important document, as it provides a detailed account of the state of the Navy. The report is written in a very formal and dignified style, and it contains many important points. The Secretary begins by expressing his gratitude to the President for the honor of having appointed him to the office. He then goes on to discuss the state of the Navy, and the progress of the government. He mentions the many difficulties that the Navy has faced, and the many successes that it has achieved. He also discusses the future of the Navy, and the steps that he has taken to ensure its stability and prosperity. The report is a very important document, as it provides a detailed account of the state of the Navy. It is a document that is full of wisdom and insight, and it is a document that is worth reading for anyone who is interested in the history of the United States.

4. The fourth part of the document is a report from the Secretary of the War, dated January 14, 1801. It is a very important document, as it provides a detailed account of the state of the War. The report is written in a very formal and dignified style, and it contains many important points. The Secretary begins by expressing his gratitude to the President for the honor of having appointed him to the office. He then goes on to discuss the state of the War, and the progress of the government. He mentions the many difficulties that the War has faced, and the many successes that it has achieved. He also discusses the future of the War, and the steps that he has taken to ensure its stability and prosperity. The report is a very important document, as it provides a detailed account of the state of the War. It is a document that is full of wisdom and insight, and it is a document that is worth reading for anyone who is interested in the history of the United States.

5. The fifth part of the document is a report from the Secretary of the Interior, dated January 16, 1801. It is a very important document, as it provides a detailed account of the state of the Interior. The report is written in a very formal and dignified style, and it contains many important points. The Secretary begins by expressing his gratitude to the President for the honor of having appointed him to the office. He then goes on to discuss the state of the Interior, and the progress of the government. He mentions the many difficulties that the Interior has faced, and the many successes that it has achieved. He also discusses the future of the Interior, and the steps that he has taken to ensure its stability and prosperity. The report is a very important document, as it provides a detailed account of the state of the Interior. It is a document that is full of wisdom and insight, and it is a document that is worth reading for anyone who is interested in the history of the United States.

Capitolul 1.

Gestiunea financiară a întreprinderii în economia de piață

1.1. Organizarea afacerilor în țara noastră

B.C.U. "M. EMINESCU" IAȘI

Afacerea este definită ca o tranzacție financiară, comercială sau industrială, în urma căreia participanții speră să obțină un câștig¹. În țara noastră există trei forme principale de organizare a afacerilor: afacerea proprietate individuală, afacerea în parteneriat și corporația.

Afacerea proprietate individuală presupune ca proprietatea să aparțină unei singure persoane. Aceasta oferă individului proprietar atât avantaje, cât și dezavantaje. Dintre avantajele cele mai semnificative enumerăm faptul că:

- proprietatea se constituie cu ușurință și fără mari cheltuieli datorită faptului că nu este necesară stabilirea unui statut sau a altui act juridic similar;
- nu se plătesc impozite corporaționale pe profituri, ci doar impozite pe veniturile individuale.

Dezavantajele proprietății individuale, angajată în afaceri, sunt mai numeroase și sunt, cu deosebire, de natură financiară și anume²:

¹***, Dictionarul explicativ al limbii române, Editura Academiei, București, 1975, p.15

²Halpern P., Weston F., Brigam E.— Finanțe manageriale, Ed. Economică, București, 1998, p. 23

- aceasta își constituie cu dificultate capitalurile de care are nevoie și aceasta în primul rând datorită accesului limitat la piața financiară;
- proprietarul este unicul răspunzător pentru rambursarea datoriilor, suportând singur și consecințele riscurilor inerente afacerii. De asemenea, toate bunurile personale pot fi urmărite de creditori, chiar dacă ele nu au fost implicate în afacere și aceasta până la recuperarea integrală a datoriilor;
- transferul de proprietate se face cu mare greutate;
- viața afacerii este egală cu durata de viață a proprietarului.

Afacerea în parteneriat presupune asocierea a două sau a mai multor persoane, pe baza unei înțelegeri verbale sau contractuale scrise. Avantajele și dezavantajele sunt, în mare, aceleași ca și în cazul afacerii proprietate individuală.

Corporația este o persoană juridică care poate încheia contracte și poate avea bunuri în proprietate. Juridic, această formă de organizare a afacerii presupune o separare față de proprietari și/sau managerii săi. Această separație conferă corporației trei avantaje majore:

- are o viață nelimitată, acest fapt semnificând că poate continua să existe și după ce primii proprietari nu mai sunt în viață;
- proprietatea poate fi divizată în părți de capital social, situație care creează posibilitatea unui transfer mult mai ușor decât în celelalte două forme de organizare prezentate anterior;
- prezintă o răspundere limitată.

Înființarea unei corporații presupune întocmirea mai multor acte juridice în care să se regăsească numeroase informații care să permită funcționarea ei cu maxim de fiabilitate și eficiență.

Organizarea afacerilor sub forma corporațiilor prezintă o serie de avantaje:

- răspunderea limitată reduce riscul acționarilor, situație care conduce la sporirea activelor,

- posibilitatea de a atrage rapid și în volum mare de capital, urmare a unei bune legături cu piața financiară, fapt care creează premise favorabile pentru sporirea valorii întreprinderii,

- corporația are o lichiditate mult superioară afacerilor în parteneriat, conferind acestora o mai bună bonitate pe piață.

În literatura și în practica economică sunt utilizate mai multe noțiuni cu ajutorul cărora se fac referiri la participanții la diferitele forme de organizare a afacerilor și anume: organizații, agenți economici, firme, întreprinderi, societăți comerciale, companii, unități economice.

În definirea fiecărei noțiuni, autorii au în vedere elementele pe care aceștia le consideră ca fiind reprezentative pentru a exprima condițiile manifestării participanților menționați, în mediul afacerilor, precum: competențele decizionale, cadrul juridic în care își desfășoară activitatea, modul de organizare a activității, etc.

Organizarea economică reprezintă un grup de persoane cu concepții sau preocupări comune care are un regulament sau un statut propriu, constituit în vederea depunerii unei activități organizate.³ În cercetarea economică se pot identifica, schematic, trei viziuni ale conceptului de organizație:

- prima, exemplificată de teoria relațiilor de agenție, sau de mandatare, caracterizează organizațiile ca fiind un nod de contracte și își propune să exploreze în profunzime mecanismele sale incitative, precum și

^{3***}, Dicționar enciclopedic, Editura Cartier, București, 2001, p.621

dificultățile punerii lor în aplicare, atrăgând atenția asupra constrângerii puternice care o constituie exigența contractelor;

- a doua, care poartă amprenta economiștilor „evoluționiști”, propune o viziune „moderată” a organizațiilor concepute ca depozitare ale unei cunoașteri și ca producătoare de competențe. În această abordare se remarcă perspectiva dinamică a cercetării și rolul central pe care îl joacă activele umane;

- a treia abordare, cunoscută ca și teoria costurilor de tranzacționare este incontestabil cea care a propus caracterizarea, cea mai bine fundamentată, organizațiilor interpretate ca „structuri de guvernare” care conduc tranzacțiile prin modalități diferite de cele folosite de structurile alternative reprezentate de piețe și de formele hibride.

Organizația este privită ca o structură de autoritate în interiorul firmei sau a unui organism public, proprietatea acesteia este definită în termeni relativi, iar eficacitatea este reflectată prin capacitatea ei de a reduce atât costurile de producție, cât și cele de tranzacționare. În acest context se consideră, ca semnificativ pentru tratarea conceptului, studierea procesului de luare a deciziilor, ca proces intern, și mai puțin modul în care se asigură cele mai eficiente relații cu piața, așa cum se întâmplă atunci când se tratează, funcționarea întreprinderii.

O teorie nouă, care după părerea unor economiști, completează conceptul de organizație este *teoria integrării*, conform căreia atributele tranzacțiilor (ale pieței) sunt cele care determină, dacă o anumită structură de guvernare este sau nu potrivită pentru organizarea afacerilor. În concluzie, noțiunea de organizație face trimitere mai mult la o anumită structură internă, capabilă să ia decizii.

Agentul economic este definit ca persoana fizica sau grupul de persoane care pot fi considerate drept centre de decizie economic, prin care hotărăște comportamentul lor în domeniul afacerilor. Noțiunea de agent se folosește și atunci când se face referire la un participant la o afacere proprietate individuală sau la una în parteneriat sau la corporație. Aceasta, deoarece se acceptă sub denumirea de agent și o persoană, dar și mai multe, iar organizarea activității lor se poate face cu sau fără un statut sau un act juridic similar. Aceste elemente care definesc noțiunea de agent economic sunt în concordanță cu cerințele celor trei forme de organizare ale afacerilor.

Agenții economici au fost clasificați după mai multe criterii: sociologic, instituțional sau funcțional. Primele clasificări s-au făcut încă din secolul trecut când Fr. Quesnay a considerat că agenții economici se clasifică în: fermieri (clasa productivă), artizani (clasa neproductivă) și proprietarii funciari. D.Ricardo a vorbit, în același context, de trei grupe: muncitori, capitaliști și proprietari funciari. K. Marx a împărțit agenții economici în proletari și capitaliști. J.M.Keynes a constatat că suma comportamentelor individuale ale agenților economici diferă de comportamentul lor global, concluzie contestată ulterior.

În practica europeană agenții economici au fost grupați după funcția economică îndeplinită. Astfel, în Franța anilor șaptezeci, contabilitatea naționalăa organizat agenții economici în cinci mari grupe: gospodăriile, întreprinderile nefinanciare, administrațiile, instituțiile financiare și străinătatea.⁴

Într-o ordonare a contabilității naționale românești de manieră ce are rezonanțe europene, agenții economici sunt clasificați după două criterii: funcțional și instituțional. Cerința instituțională are în vedere acele unități

⁴CENECO - Dixeco de l'economie, Dunod, Paris, 1980, p.2

care se bucură de autonomie de decizie în exercitarea funcției lor principale. Agenții economici care îndeplinesc această cerință sunt mai departe grupați în sectoare instituționale. Un sector este un ansamblu de unități prezentând un comportament economic analog (identificat prin funcția lor principală și prin natura și originea principalelor lor resurse). Cele cinci sectoare sunt:

- *societățile nefinanciare* care sunt împărțite în patru subsectoare, în funcție de acționarul majoritar, respectiv: societăți publice, societăți private cu capital în principal național, societăți private cu capital european și societăți private cu capital provenind din restul lumii și cuprind unitățile care au ca funcție principală producerea de bunuri și servicii comercial nefinanciare, iar resursele lor bănești sunt procurate în cea mai mare proporție în urma valorificării produselor proprii,

- *instituțiile financiare*, sector care include și societățile de asigurări, cuprinde unitățile care au drept funcție principală producerea de servicii comerciale financiare care vizează, în principal, valorificarea disponibilităților bănești în condiții de risc,

- *administrațiile publice* centrale, locale și de asigurări sociale se referă la unitățile care oferă servicii necomerciale destinate întregii populații, iar ca o caracteristică a acestui sector, resursele necesare funcționării lui sunt obținute exclusiv numai din alocații bugetare obligatorii,

- *instituțiile fără scop lucrativ* sunt reprezentate de unitățile care oferă servicii destinate, în esență gospodăriilor și care sunt oferite fie gratuit, fie la prețuri modice,

- *gospodăriile*, care reunesc unitățile a căror funcție principală este de a consuma. Acestea sunt cunoscute și prin cele două componente, respectiv gospodăriile colective și gospodăriile individuale.

În concluzie, noțiunea de agent economic are cea mai mare sferă de cuprindere, semnificând atât persoana fizică, cât și grupul de persoane fizice sau juridice care exercită o activitate economică. Această definiție permite utilizarea noțiunii de agent economic atunci când se fac referiri la participanții prezenți în toate cele trei forme de organizare ale afacerilor.

Un alt termen prezent pentru a defini organizarea afacerilor este cel de *societate comercială*. Conținutul noțional al societății comerciale face ca aceasta să se confunde cu trăsăturile unei singure forme de organizare a afacerilor și anume corporația. Societatea comercială este definită ca persoană juridică creată în baza unui contract prin care două sau mai multe persoane fizice sau juridice se asociază pentru ca, prin aporturile individuale aduse și prin săvârșirea de acte sau fapte de comerț, să obțină un profit pe care să-l împartă între ele.

În practică funcționează trei tipuri de societăți comerciale:

- *de persoane,*
- *de capitaluri,*
- *cu răspundere limitată.*

Societățile comerciale de persoane au drept caracteristic faptul că aportul participanților nu este liber transferabil. În cadrul societăților comerciale de persoane se includ societățile comerciale în nume colectiv și cele în comandita simplă. Enumerăm câteva din elementele care le diferențiază:

- societatea comercială în nume colectiv este de inspirație familială și este constituită din cel puțin doi participanți - asociați care angajează în afaceri întregul lor patrimoniu și se fac responsabili cu toate bunurile lor. Asociații au calitatea de comercianți și sunt declarați falși odată cu societatea respectivă,

- societatea comercială în comandită simplă se compune din cel puțin doi participanți. Unul, denumit comanditar, este deținător de capital, pe care-l pune la dispoziția celuilalt, numit comanditat (care este întreprinzătorul), contra unei părți din profit, fără ca el să își asume vreo obligație comercială și obligații bănești mai mari decât aportul de capital. Comanditul este asociat în nume colectiv și răspunde pentru angajamentele societății cu întregul patrimoniu.

Societatea comercială de capitaluri se caracterizează printr-o mare mobilitate a capitalurilor. Participanții-acționari își evidențiază aporturile cu ajutorul acțiunilor care pot ușor a fi schimbate pe piața financiară pe bani. Din această grupă de societăți comerciale fac parte: cele autonome, pentru plasament de capital, de investiții, etc.

Societatea comercială cu răspundere limitată are un caracter complex, luând din trăsăturile primelor două tipuri, elementele privind răspunderea, pe de o parte și circulația capitalului, pe de altă parte. Astfel, într-o societate cu răspundere limitată, răspunderea este până la nivelul aportului fiecărui asociat, iar acesta nu poate ceda sau transfera în mod liber părțile sociale, decât pe baza unui acord al celorlalți asociați.

În lumea afacerilor tipurile de societăți prezentate, sunt în ponderi diferite, de la țară la țară sau de la etapă la etapă de evoluție economică. Spre exemplu, societățile comerciale în comandită sunt, de mai mult timp, în declin în țările dezvoltate, în schimb acestea se găsesc în expansiune în țările aflate în tranziția către economia de piață.

Remarcăm totuși, că societățile comerciale de capitaluri sunt forme de organizare a afacerilor reprezentative pentru economia de piață.

Un alt termen des utilizat în definirea participanților la organizarea afacerilor este cel de *firmă*. Termenul de firmă provine din limba engleză

unde are înțeles de societate comercială, întreprindere sau orice fel de unitate economică organizată prin asociere. În limbajul curent, termenul este larg folosit cu înțeles de societate comercială, întreprindere, de regulă privată. Acest înțeles este contrar prevederilor legale imperative potrivit cărora firma este „numele sau după caz denumirea sub care un comerciant își exercită comerțul și sub care semnează”⁵.

În practica afacerilor este folosită și noțiunea de *companie*. Aceasta este considerată de unii autori ca substituibilă cu cele de firmă, de întreprindere sau de societate comercială⁶. În alte lucrări termenul de companie este utilizat pentru a exprima o stare de monopol într-o anumită ramură.

Termenul de *întreprindere*, care face obiect de cercetare al prezentului curs, este foarte complex și expresiv pentru domeniul afacerilor. Întreprinderea este o unitate economică producătoare care se caracterizează printr-un gen specific de activitate, printr-o funcționalitate și organizare tehnologică, prin capacitatea de a produce anumite bunuri, de a se conduce și gestiona rațional, precum și prin autonomia sa financiară. În jurul acestei unități polarizează subunitățile și marile unități, motiv pentru care ea este considerată o unitate de bază.

Marea diversitate a întreprinderilor contemporane este rezultatul unei duble evoluții, ambele reflectând progresul tehnic:

- pe de o parte, multiplicarea bunurilor oferite consumatorilor, iar
- pe de altă parte, transformările în maniera de a produce.

⁵Forescu C., Mălcomete P., Pop N., Dicționar explicativ, Editura Economică, București, 2003, p.259

⁶Băcescu M. - Compendiu de macroeconomie, Editura Economică, București, 1997, p.77; xxx - Dicționar enciclopedic, Editura Cartier, București, 2001, p.194; xxx - Dicționar de economie, Ediția a II-a, Editura Economică, București, 2001, p.1606

În acest context, producția de masă a bulversat structurile economice și juridice ale producției. Pentru a evita o parte a restricțiilor impuse de piață și din afara pieței, întreprinderile caută să devină mai puternice, să-și adapteze activitatea la schimbările ce survin în tehnică și în tehnologie, în economie și în legislație.

Întreprinderile se prezintă într-o mare varietate de forme, astfel având în vedere criteriile economice și juridice tipologia lor se prezintă în modul următor:

- întreprinderi - persoane fizice (individuale - ferme private de familie),
- întreprinderi - asocieri (corporative),
- întreprinderi - societăți comerciale (juridice),
- întreprinderi - regii autonome.

Dacă avem în vedere o noțiune discutată deja, atunci întreprinderea poate fi considerată ca un caz suplimentar de organizație și anume este o organizație economică, deoarece:

- este un ansamblu delimitat de persoane (proprietari, salariați, colaboratori),
- are un rol, scopuri și obiective definite, legale și utile,
- fiecare persoană are un rol delimitat pentru atingerea obiectivelor întreprinderii,
- este structurată corespunzător pentru realizarea obiectivelor (secții, ateliere, etc.),
- între membrii organizației ca și între grupurile structurale se stabilesc relații multiple,
- interacționează cu mediul și îl influențează.

Întreprinderea se deosebește de alte organizații prin rolul său economic (vânzarea pe piață a produselor sau serviciilor, obținerea de profit), precum și prin gradul de formalizare a activității sale.

Întreprinderea este un agent economic a cărui funcție principală este aceea de a pune la dispoziția utilizatorilor potențiali, bunuri sau servicii comercializabile. Ea mai poate fi definită și ca unitatea economică care dispune de personalitate juridică și desfășoară un anumit tip de activitate. Întreprinderea se caracterizează printr-o organizare tehnologică specifică, prin capacitatea ei de a produce anumite bunuri și servicii, prin gestiunea și conducerea unică, precum și prin unitatea sa financiară. Având în vedere și termenii tratați anterior putem afirma că întreprinderea este cea mai mică unitate legal constituită care dispune de autonomie decizională (posedă personalitate juridică, ține contabilitate proprie și întocmește bilanț contabil, pe care îl depune la organele financiare) și este organizată să desfășoare în unul sau mai multe locuri, una sau mai multe activități pentru producerea de bunuri și/sau servicii.

Regia autonomă este întreprinderea care are drept proprietar unic statul. Aceasta păstrează în proprietatea sa întreprinderile care activează în domenii considerate strategice pentru societate. În economia de piață și regiile autonome trebuie să funcționeze în regim de „autonomie” față de avantajele economice și financiare pe care statul, ca proprietar, le-ar putea oferi acestora, în acest fel se asigură tuturor firmelor condiții de egalitate.

În prezenta lucrare vom folosi termenul de întreprindere cu înțelesul prezentat mai sus, însă vom utiliza cu înțeles similar și termeni de firmă, societate, referindu-ne cu precădere la întreprinderea proprietate privată.

1.2. Mutații în mediul contemporan al afacerilor

În economia de piață, libera inițiativă se manifestă plenar deoarece toate activitățile sunt supuse descentralizării sub aspectul conducerii lor; rolul de agent economic este atribuit tuturor întreprinderilor indiferent de mărimea și forma de proprietate pe care se bazează, chiar și statul se manifestă ca agent economic ce intervine în reglarea activităților economice, prin pârghii economico-financiare.

Activitatea unei întreprinderi nu poate fi concepută în afara mediului în care ea funcționează și evoluează, din acest mediu aceasta își procură mijloacele de care are nevoie, își valorifică produsele sau serviciile, efectuează încasări și plăți, etc.

Mediul poate fi definit ca un ansamblu corelat de factori naturali, economici, financiari, tehnici, demografici, sociali și politici, în contextual cărora acționează o firmă.⁷

După conținutul factorilor și după modul cum aceștia influențează activitatea firmei, mediul este format din patru componente interdependente: industrial-comercială, socială, statală și financiară.

Componenta industrial-comercială se referă la raporturile care se crează între firmă și diferiți parteneri în procesul de constituire a factorilor materiali de producție și de valorificare a bunurilor și/sau serviciilor rezultate din procesul de exploatare.

Componenta socială privește relațiile cu sindicatele cu deosebire pe linia angajării, utilizării și remunerării forței de muncă.

⁷Bucătaru D. – Finanțele întreprinderii, Ed. TipoMoldova, Iași, 2011, p. 17

Componenta statală vizează dimensiunea și structura obligațiilor întreprinderii către bugetul public precum și eventualele raporturi create prin folosirea finanțării bugetare, prin acordarea de subvenții, de diverse facilități fiscale, sau pe linia elaborării în comun și apoi a înlăptuirii strategiilor și a programelor de dezvoltare economică.

Cea mai complexă componentă a mediului întreprinderii este cea financiară. Aceasta privește relațiile firmei cu piața financiară în contextul înlăptuirii proceselor de constituire și de utilizare a capitalurilor întreprinderii.

Mediul întreprinderii a cunoscut numeroase mutații în conținutul său, modificând astfel condițiile în care își desfășoară activitatea întreprinderile. În consecință, acestea trebuie să își adapteze comportamentul (cu deosebire cel financiar) la aceste mutații, astfel încât rezultatele pe care le vor obține să fie cele mai favorabile.

În perioada contemporană, trei mutații majore caracterizează schimbarea mediului în care funcționează întreprinderile:

- mondializarea piețelor financiare;
- multiplicarea riscurilor;
- intensificarea concurenței.

• *Mondializarea piețelor financiare* a început, ca proces, în anii optzeci și s-a dezvoltat apoi pe fondul deficitelor bugetare și comerciale ale SUA, la care se pot adăuga și alte fenomene precum: politica monetară restrictivă promovată de autoritățile americane și extrem de scăzuta rată de economisire a populației acestei țări.

Evenimentele care au pregătit această mutație pot fi observate în starea mediului din anii anteriori deceniului opt. Politicile monetare antiinflaționiste promovate de puterile publice au impus sporirea nivelului

real al dobânzilor pozitive, care în gestiunea întreprinderii, a însemnat o sarcină suplimentară materializată sub forma cheltuielilor financiare mai mari. Nivelul ridicat al dobânzilor a incitat întreprinderile să-și restructureze datoriile. Firmele rentabile au repartizat o parte mai mare din profituri pentru sporirea capitalurilor proprii, majorând astfel ponderea lor în totalul capitalurilor folosite. În acest fel, modul de finanțare a economiilor occidentale cunoaște o schimbare profundă și anume, sporește rolul autofinanțării. Astfel, dintr-un sistem de economie bazat pe îndatorare, sau pe finanțare administrată se evoluează către o economie de piață financiară⁸. Dezvoltarea piețelor financiare principale face posibilă emisiunea de acțiuni care, în cazul societăților pe acțiuni, asigură, alături de profit, resursele proprii folosite pentru constituirea capitalurilor lor. Piețele secundare sporesc la rândul lor, mobilitatea procesului de constituire a capitalurilor întreprinderii.

Mondializarea piețelor a debutat cu o liberalizare a capitalurilor urmând ca pe toate piețele să se aplice aceleași reguli privind circulația capitalurilor. Într-un cuvânt "decompartimentarea" piețelor financiare a fost însoțită de progresele informaticii, care au permis analiștilor financiari să facă comparații permanente ale randamentelor diferitelor plasamente de pe piețele de capital. În acest fel, capitalurile pot fi plasate acolo unde investițiile oferă cele mai ridicate randamente.

În contextul mondializării piețelor financiare, puterile publice s-au angajat să realizeze reforme vizând, în mod deosebit, favorizarea creșterii și mobilității capitalurilor pe o piață unificată și organizată, stimulând astfel o concurență între intermediarii financiari susceptibili să antreneze o scădere a

⁸Bucătaru D. - Capitalurile firmei, Editura Sedcom Libris, Iași, 1999, p.35

costului de intermediere. Aceste fapte sunt de natură să facă atractive, din nou, capitalurile împrumutate.

• *Multiplicarea riscurilor* se manifestă, în principal, pe trei nivele fiecare semnificând apariția și/sau dezvoltarea, cu precadere a trei mari riscuri:

- riscul de schimb;
- riscul de dobândă și
- riscul de credit.

Manifestarea *riscului de schimb*, a fost semnalată la începutul anilor șaptezeci, odată cu introducerea, în Sistemul Monetar Internațional, a regimului cursurilor flotante. Acest risc s-a intensificat concomitent cu dezvoltarea schimburilor internaționale și cu liberalizarea piețelor financiare. Odată cu introducerea monedei unice, riscul de schimb a disparut doar în relațiile, exprimate în euro, între statele membre ale Uniunii Europene. Riscul de schimb se manifestă la întreprinderile care au creanțe exprimate într-o monedă care, la scadență, înregistrează o depreciere față de o altă monedă, în care urmează să se convertească.

Scăderea rezervelor în devize la băncile centrale, concomitent cu sporirea valorii schimburilor internaționale, dar și creșterea ratei dobânzii, reprezintă câteva cauze care îngreunează procesul de previzionare a cursurilor de schimb și de atenuare a consecințelor acestui risc.

Riscul de dobândă vizează consecințele negative, pentru întreprindere, ale folosirii de către instituțiile financiare a principalului instrument al politicii monetare, respectiv rata dobânzii. Între riscul de schimb și riscul de dobândă există o strânsă legătură, în sensul că atunci când se crează o diferență între ratele dobânzii, în cazul a doua monede, se

produce un flux de capital către moneda mai bine remunerată, modificând în acest fel, raportul de schimb dintre respectivele monede.

Riscul de dobânda se întâlnește la întreprinderile care contractează un împrumut și dispun cu această ocazie de posibilitatea să opteze pentru una din cele două variante de stabilire a dobânzii: fixă sau variabilă.

În literatura de specialitate acest risc este tratat ca o stare de volatilitate a dobânzii. Volatilitatea dobânzii sau riscul de dobânda este explicat prin următoarele situații:

- o întreprindere se îndatorează și optează pentru o rată fixă a dobânzii, caz în care cunoaște costul capitalului împrumutat pe întreaga durată a împrumutului, însă este împiedicată să profite de o eventuală scădere a dobânzii;

- împrumutul este contractat cu o rată variabilă în speranța scăderii costului împrumutului, riscând totuși să se întâlnească cu o situație nedorită și anume, cea de creștere a ratei dobânzii. Considerăm că evoluția către o piață monetară unificată este însoțită de o scădere a ratei dobânzii, fapt demonstrat de datele statistice din ultimii ani.

Riscul de credit, numit de către unii economiști și *riscul de client* exprimă temerea că o creanță nu va putea fi recuperată. Pentru întreprinderi, acest risc apare în condițiile în care nivelele ridicate ale dobânzilor practicate de bănci, încă din anii optzeci, au obligat firmele să apeleze la împrumuturi între întreprinderi. Falimentele, lipsa lichidităților sau a solvabilității firmelor debitoare au fost și continuă să fie cauzele manifestării riscului de credit. Menționăm că din anii optzeci, frecvența manifestată de acest risc a crescut constant până în anul 1993, după care s-a înregistrat o evoluție descendentă.

- *Intensificarea concurenței* se produce pe fondul internationalizării piețelor, combinat cu relativa saturare a lor. Succesul întreprinderii în această competiție este asigurat în mare măsură funcție de cum aceasta reușeste să asigure: mai buna mobilizare a resurselor umane; apariția de noi produse care să mențină interesul clienților pentru firmă; o legătură strânsă între calitatea proceselor din întreprindere și cele mai noi evoluții tehnologice din domeniu.

În lupta de concurență se amplifică rolul finanțelor întreprinderii și în acest sens, sunt remarcate modificări în comportamentul acestora, respectiv:

- folosirea modalităților de plată și de finanțare a clienților, ca instrumente de creare a celor mai atractive condiții pentru parteneri;
- dezvoltarea ingineriei financiare în contextul sporirii rolului operațiunilor de creștere externă;
- internaționalizarea activității întreprinderii, care se fundamentează atât din punct de vedere financiar, cât și juridic, atunci când se apreciază oportunitatea extinderii pe piețele externe;
- apariția și utilizarea de instrumente noi pentru fundamentarea și urmărirea realizării deciziilor financiare ale întreprinderii.

Mutațiile produse în mediul în care evoluează întreprinderile românești în perioada contemporană le obligă la schimbarea comportamentului lor în sensul adaptării lui, la noile condiții în care evoluează. Aceste mutații aduc cu sine atât oportunități, cât și elemente de risc, dacă avem în vedere perioadele precedente.

Relațiile financiare sunt cele mai afectate de aceste mutații, trebuind să dovedească, în consecință, o capacitate de adaptare foarte mare astfel încât rezultatele întreprinderilor să fie maxime.

Întreprinderea își constituie factorii de producție și își valorifică produsele într-un mediu incert, în continuă transformare, fapt ce impune adaptarea permanent a deciziilor gestiunii financiare la condițiile acestuia. Mutațiile cele mai importante se înregistrează în modul de funcționare al piețelor capitalurilor cât și în destinațiile fondurilor, toate cu implicații majore în procesul de eficientizare atât a constituirii cât și utilizării capitalurilor firmei.

Trei domenii s-au dovedit extrem de dinamice :

- manifestarea proceselor macrofinanciare, care marchează politica și gestiunea financiară a întreprinderii ;
- piața imaterială a factorilor creatori de valoare adăugată;
- dezvoltarea operațiunilor de creștere externă și în mod deosebit a acordurilor de cooperare și alianță între întreprinderi.

Fenomenele importante care stau la originea transformării comportamentelor întreprinderii în procesul constituirii - utilizării capitalurilor sunt:

- a. nivelul real al dobânzilor ;
- b. modernizarea sistemului financiar;
- c. diversificarea instrumentelor financiare.

În cadrul proceselor macrofinanciare, politicile monetare antiinflaționiste de la începutul deceniului anterior au impus sporirea nivelului real al dobânzilor pozitive, care în gestiunea întreprinderii a însemnat o sarcină suplimentară, sub forma cheltuielilor financiare mai mari. Nivelul ridicat al dobânzilor incită întreprinderile cu marje ameliorate, care din anul 1984, încep să se desdatoreze sau să-și restructureze datoriile. Firmele rentabile repartizează o parte mai mare din profituri pentru sporirea capitalurilor proprii, majorând astfel ponderea lor în totalul capitalurilor

folosite. În acest fel, modul de finanțare a economiilor occidentale cunoaște o mutație profundă, sporindu-se rolul autofinanțării. Astfel, dintr-un sistem de economic bazat pe îndatorare, sau pe finanțare - administrată se evoluează către o economie de piață financiară. Dezvoltarea piețelor financiare principale face posibilă emisiunea de acțiuni care, în cazul societăților pe acțiuni, asigură alături de profit, resursele proprii folosite pentru constituirea capitalurilor lor. Piețele secundare sporesc mobilitatea procesului de constituire a capitalurilor întreprinderii.

Într-un context de mondializare a pieții capitalurilor și sub presiunea concurenței internaționale, puterile publice angajează reforme vizând în mod deosebit favorizarea creșterii și mobilității capitalurilor pe o piață unificată și organizată, stimulând o concurență între intermediarii financiari susceptibili să antreneze o scădere a costului de intermediere. Aceste fapte sunt de natură să facă capitalurile împrumutate din nou atractive. Modernizarea piețelor înseamnă inovații în materie de produse și instrumente financiare. Acestea permit întreprinderilor să-și aleagă gama de resurse financiare și de utilizare a plasamentelor, precum și o mai mare flexibilitate a gestiunii financiare în mod deosebit în materie de gestiune a riscurilor, dobânzilor și a ratelor de schimb.

Dezvoltarea pieței capitalurilor este însoțită de o titrizare a plasamentelor și a finanțărilor, modificându-se astfel conținutul intermedierei bancare. Băncile nu acordă doar credite întreprinderilor, ci le asigură vânzarea de acțiuni și obligațiuni, lărgind în acest fel, sfera de cuprindere a "furnizorilor" de resurse financiare.

Titlurile negociabile de pe piață înregistrează un puternic progres în plasarea și finanțarea externă a întreprinderilor.

Astfel, finanțarea prin titrizare a sporit, ca pondere, în ultimii 30 de ani, concomitent cu scăderea participării creditării bancare la acest proces.

Inovația în domeniul instrumentelor financiare permite astăzi întreprinderilor să-și întărească capitalurile proprii într-o manieră imediată sau amânată, pornind fie, de la resurse de natură proprie: precum acțiuni sau bonuri de subscripție a acțiunilor, fie de la resurse împrumutate precum obligațiuni. Natura hibridă a anumitor instrumente face incertă, pentru analiza riscului, însăși definirea resurselor proprii și a celor împrumutate.

În contextul unei mai mari volatilități a prețurilor monetare și financiare, inovația financiară modifică profund gestiunea riscurilor, a ratelor de schimb și a dobânzilor. Punerea în aplicare a instrumentelor financiare de garanție, ferme sau optionale, negociate pe piețele organizate sau operațiunile de swap, dă posibilitatea întreprinderilor și băncilor de a-și asigura o protecție mai eficace asupra riscurilor, dobânzilor, precum și o gestiune mai flexibilă a activelor și pasivelor financiare.

Comparativ cu tehnicile tradiționale ale gestiuni financiare, noile instrumente financiare sunt bazate pe o disociere între finanțare sau plasament și riscul dobânzilor sau a ratelor de schimb. Aceasta permite o ajustare permanentă a activelor și pasivelor financiare la condițiile pieții. O finanțare sau un plasament nu mai este un produs financiar definitiv, ci el devine la fel ca și produsele industriale; se transformă și se vinde după oportunitățile pieței și nu în funcție de nevoi. Prin suplețea lor în utilizare, aceste instrumente permit astfel să se sporească rentabilitatea inițială a operațiunilor financiare. Noile instrumente, la fel ca și mutațiile produse în cadrul piețelor financiare au dat funcției financiare posibilitatea de urmărire a obiectivelor financiare prin raportarea la strategia industrială.

Transformate în centre de profit, activitățile financiare pot contribui la rentabilitatea globală a întreprinderii. Dar o utilizare a noilor instrumente financiare cu obiective speculative sau arbitrare nu este fără risc. Riscurile sunt legate de fiecare dată de evoluția piețelor, de stăpânirea și controlul intern al operațiunilor. Această evoluție a funcției financiare se referă la un număr restrâns de întreprinderi și anume la cele mari. Numeroasele instrumente financiare nu rămân fără urmări asupra flexibilității, performanțelor și vulnerabilității întreprinderilor.

Mutațiile financiare și evoluția nevoilor întreprinderii conduc la o modificare a rolului și ofertei intermediarilor financiari. În situația de concurență, pentru marile întreprinderi și de complementaritate pentru cele mici și mijlocii, instituțiile de credit își adaptează activitatea și produsele lor în relațiile cu acestea. Ele participă la dezvoltarea piețelor financiare prin sporirea părții portofoliului-titlu în activele lor care cresc și sunt angajate în relații de parteneriat cu întreprinderile cliente.

Ca răspuns la cererea de sporire a flexibilității, băncile pun la punct pentru întreprinderile mari și mijlocii formule de finanțare, precum M.O.F. (Multi Option Facility) care permite să disocieze durata de angajare a împrumutului de durata de utilizare a acestuia de către întreprinderi, pe care îl adaptează la evoluția nevoilor lor. Pentru întreprinderile mici și mijlocii sunt dezvoltate formule de credit global de exploatare sau de investiții, prezentând avantajele de suplețe ale M.O.F.. Pentru aceste întreprinderi intermedierea bancară se orientează către o inginerie financiară, permițând acestora, în condițiile în care au acces la piața financiară, la o mai mare flexibilitate și optimizare a gestiunii riscurilor, grație unei redimensionări a produselor lor financiare.

Într-un context economic transformat de către tehnologiile de informare și de comunicare, inteligența ocupă un loc deosebit în organizarea proceselor de producție ale întreprinderii. În acest cadru procesele de utilizare a fondurilor întreprinderii au suferit modificări esențiale. Astfel, este necesar să se sublinieze importanța resurselor consacrate acoperirii cheltuielilor imateriale, semnificativă fiind în acest sens evoluția cheltuielilor de concepție, sau în general, a cheltuielilor indirecte în totalul cheltuielilor de producție.

Diverse evaluări ale investițiilor imateriale sau intelectuale indică faptul că ele sporesc mai repede decât investițiile fizice. Proporția acestor investiții în totalul investițiilor întreprinderilor a evoluat de la 21% în 1974 la 40% în 1988, urmând să depășească 50% la sfarsitul secolului.⁹ Aceste cifre extrase din bilanțurile întreprinderilor subvaluează suma investițiilor imateriale. Dintre cele cinci cheltuieli imateriale, respectiv de cercetare-dezvoltare, privind programele pentru calculatoare, cele vizând sfera comercială (reclamă, publicitate), de formare a cadrelor precum și cele de organizare industrială a producției, doar primele două pot fi contabilizate ca active, deoarece principiul contabil al prudenței determină asemenea restricții.

Aceasta mutație majoră în sfera investițiilor se referă la marile întreprinderi. Întreprinderile mici și mijlocii își consacră o parte tot mai mare din resursele lor pentru efectuarea cheltuielilor comerciale, de formare sau achiziționare de programe.

Dezvoltarea investițiilor imateriale conduce la reconsiderări privind valabilitatea măsurării în viziunea clasică a performanțelor și efortului facut în teoria și practica financiară a întreprinderii.

⁹Marion A.- La valorisation direct de l'actif immatériel, Banque, mart. 1990, p. 12

Dacă necesitatea luării în calcul a investițiilor imateriale în aprecierea performanțelor și vulnerabilităților întreprinderii este evident, punerea în aplicare trebuie să rezolve trei probleme puse de valorizarea acestei categorii de investiții.

- stabilirea unor criterii de distincție între un consum și o cheltuială ;
- alegerea unei metode de evaluare a investițiilor;
- determinarea duratei de viață a investițiilor imateriale.

Cele trei probleme se cer a fi rezolvate, deoarece manifestarea efectelor, dar și a eforturilor, în cazul investițiilor imateriale diferă de a celor materiale. Previzionarea, în mod particular, a efectelor înregistrează un nivel ridicat de imprecizie, în primul rând, datorită modificării rapide a datelor cu ajutorul cărora se apreciază eficiența. Din această cauză, dimensionarea eficienței proceselor de constituire și utilizare a capitalurilor întreprinderii, cu această destinație, prin prisma eficienței lor se realizează cu o dificultate sporită.

Pentru aprecieri cât mai veridice este necesară o delimitare rațională între o cheltuială și un consum, ocazionate de executarea investiției, fapt ce permite stabilirea cu mai mare precizie a cash flow-ului, deci a capacității de recuperare a capitalului investit.

Operațiunea de evaluare a investițiilor și implicit a fondurilor bănești necesare, deși are la dispoziție diverse metode, totuși continuă să fie dominată de empirism¹⁰. Aplicarea celor mai adecvate metode de evaluare a investițiilor imateriale este de natură să conducă la determinarea corectă a încasărilor obținute din exploatarea lor. Un indicator foarte important în dimensionarea optimă a capitalurilor întreprinderii pentru investiții imateriale îl reprezintă perioada de timp cât, urmare investițiilor de acest

¹⁰Colasse B. - Gestion financiere, Dunod, Paris, 1993, p. 520

gen, se constată un spor al producției sau al vânzărilor. Însă duratele de viață ale investițiilor imateriale concretizate: în programe de organizare a producției, în cheltuieli cu pregătirea forței de muncă sau de publicitate, sunt foarte dependente de condițiile desfășurării producției industriale, respectiv de preferințele consumatorilor, aflate într-o dinamică rapidă. De mai bine de 40 de ani, întreprinderile occidentale au sporit în mod deosebit efortul lor de dezvoltare prin creștere externă. Realizată sub forma transferurilor de active între firme, companii din țări diferite și concretizată în aporturi parțiale de capital, fuzionări sau absorții, creșterea externă mai poate fi întâlnită și în cazul achiziționării de participații sau a acordurilor de cooperare sau alianță.

Un studiu realizat de Banca Franței asupra unui esantion de 5228 de întreprinderi, arată că achiziționarea de participații este modalitatea cea mai utilizată în creșterea externă.

Acordurile de cooperare sau alianță au cunoscut în cursul deceniului o creștere notabilă care reflectă o mutație majoră a relațiilor între firme, cu deosebire din industria de înaltă densitate a cercetării-dezvoltării.

Dificile de recenzat și complex de analizat, operațiunile de alianță și de cooperare antrenează o transformare a formei întreprinderii. Ea se poate traduce prin crearea de filiale comune sau se limitează la colaborarea prin contracte. În toate cazurile sunt inoperanți indicatorii clasici de creștere și de performanță în analiza financiară. Strategiile de alianță, ca operațiuni clasice de creștere externă rămân un domeniu al marilor întreprinderi, dar perspectiva unei mari piețe europene ar putea să aducă, în viitorii ani, această formă și în cazul întreprinderilor mijlocii.

Considerăm că multiplicarea operațiunilor de creștere externă, care apare ca o mutație majoră, trebuie să conducă la adaptarea indicatorilor de

analiză financiară. Aceasta apare cu atât mai necesară, cu cât creșterea externă făcută pe calea achiziției deși are un impact pozitiv asupra situației economice și financiare a întreprinderilor în cauză, nu este lipsită de risc. Rezultatele pozitive nu intervin decât după o fază de vulnerabilitate în cursul căreia întreprinderea trebuie să-și integreze noile achiziții. Aceasta implică necesitatea ca fundamentarea procesului de constituire și utilizare a fondurilor întreprinderii să fie adaptată situației într-un mod foarte riguros.

Determinarea fundamentelor teoretice ale activității financiare ale întreprinderii este un demers riscant. După cum remarcă B.Colasse "finanțele întreprinderii nu fac casă bună cu teoriile care nu-i sunt adaptate"¹¹. Această "adaptare" la realitățile contemporane presupune luarea în considerare și a diversității scopurilor urmărite de întreprindere precum și a diversității "actorilor" care pot influența deciziile acesteia. Spre exemplu, concepția clasică financiară circumscrisă ipotezei maximizării profitului și a valorii întreprinderii nu poate constitui o temelie de referință a dinamicii financiare. Ea nu poate în totalitate să țină cont de complexitatea motivațiilor susceptibile de a explica comportamentul întreprinderilor. Maximizarea profitului nu este întotdeauna o funcție de utilizare – comună conducătorilor și acționarilor - deoarece exclude preferințele și interesele altor "actori", precum salariații care sunt în măsură de a exercita o influență asupra opțiunilor întreprinderii. Pe termen lung există un interes comun al celei mai mari părți a "actorilor", care în plan financiar exprimă dorința ca întreprinderea să degaje lichidități care să-i permită de a fi rentabilă, solvabilă și flexibilă.

Elaborarea unor indicatori mențiți a aprecia în dinamică pe perioade medii performanțele și vulnerabilitatea întreprinderii sunt necesități care

¹¹Colasse B. - Gestion financière, PUP, Paris, 1993, p.28

privesc constituirea unui cadru teoretic adecvat de reflectare a activității financiare a acesteia. Acești indicatori trebuie să privească performanțele economice și financiare, riscurile, solvabilitatea și autonomia financiară a întreprinderii.

Dominate de instrumente, concepțiile financiare contemporane sunt confruntate cu probleme ale coerenței și pertinentei față de domeniu de referință. Astfel, ele apar ca o acumulare de modele din care nici unul nu se impune cu adevărat ca o grilă de analiză a comportamentelor întreprinderii. Sprijinită de logici financiare diferite, adesea contradictorii, concepțiile financiare contemporane nu favorizează o reprezentare de ansamblu multidimensională a dinamicii financiare a întreprinderilor.

Inovațiile financiare produse în ultimul deceniu în lume, aduc în domeniul constituirii și utilizării fondurilor întreprinderii, o serie de mutații. Până la începutul deceniului anterior, împrumuturile erau foarte ieftine. Din această cauză, întreprinderile își constituie capitalurile folosind într-o măsură covârșitoare metoda creditării. Împrumuturile provin în cea mai mare parte de la bănci, iar gestiunea financiară a întreprinderilor nu manifestă în perioada menționată o prea mare flexibilitate. Eficiența utilizării fondurilor întreprinderii se referă în primul rând la acoperirea plăților reprezentând dobânzile aferente împrumuturilor, deoarece orice dezvoltare sau modernizare se realizează, în această perioadă, folosind capitaluri împrumutate. Constituirea unei structuri financiare optime nu reprezintă, în acest context, o preocupare pentru managerii întreprinderilor. Fondurile proprii se confundă, cel mai adesea, cu aporturile proprietarilor, respectiv capitalul social.

Procesul inflaționist declansat în perioada deceniului anterior determină ample acțiuni de desdatorare în urma cărora întreprinderile

înlocuiesc împrumuturile cu fonduri proprii. Amplificarea riscurilor în procesul utilizării fondurilor face pe acționari să-și majoreze pretențiile privind remunerarea aporturilor lor. Creșterea costurilor capitalurilor proprii, uneori peste costul celor împrumutate, sporesc preocupările managerilor pentru optimizarea structurii financiare. A. Miller și F. Modigliani fundamentează teoria care le poartă numele, privind structura financiară a întreprinderii, pentru care, de altfel, primesc în 1985 premiul Nobel pentru economie.

Titrizarea determină un acces mai ușor, pentru întreprinderi, pe piața financiară, iar diversitatea mare a surselor de constituire a capitalurilor permite o comparare mai facilă a costului acestora cu rentabilitatea estimată. În felul acesta sporește capacitatea de eficientizare a procesului de constituire și utilizare a capitalurilor, deoarece întreprinderea are posibilitatea să opteze pentru resurse mai ieftine, sau dacă acestea sunt totuși prea scumpe, să renunțe la a utiliza acele capitaluri, dacă rentabilitatea estimată nu este satisfăcătoare.

Capitalurile întreprinderii tind a fi utilizate cu precădere pentru investiții imateriale, care asigură o rentabilitate sporită, sunt ferite de riscuri și exprimă obiectivele managementului financiar. Cert este că aceste mutații au menirea de a crea condiții apropiate de trăsăturile pieții perfecte, în care întreprinderile au acces nelimitat la sursele de capitaluri, asigurând premise favorabile pentru manifestarea managementului financiar în condițiile liberei inițiative.

1.3. Esența gestiunii financiare a întreprinderii

O întreprindere este viabilă dacă își desfășoară activitatea în condițiile administrării cât mai eficiente a patrimoniului ei. Viabilitatea întreprinderii este asigurată dacă aceasta reușește obținerea oportună a unui volum de utilități, corespunzător calitativ, solicitărilor pieței, cu un nivel cât mai scăzut de cheltuieli, care să-i permită valorificarea lor cât mai profitabilă.

Deoarece condițiile în care își desfășoară activitatea o întreprindere au un caracter complex și suferă o frecventă și rapidă modificare a lor, este necesar să se instituie modalități concrete de organizare și de conducere a proceselor pe care respectivele activități le generează. Scopul acestor modalități îl constituie combinarea cât mai rațională a resurselor materiale, umane și financiare de care dispune întreprinderea pentru a onora cantitativ și calitativ comanda pieței în condiții de eficiență maximă, asigurând astfel funcționarea optimă a mecanismului său economico-financiar. Modalitatea care permite realizarea acestor cerințe care vizează gospodărirea și dezvoltarea patrimoniului întreprinderii definește gestiunea economică.

Gestiunea economică este o metodă de organizare și de conducere a activităților productive la nivel microeconomic.

Suportul său teoretic și practic este asigurat de autonomia funcțională a întreprinderii. Aceasta permite exercitarea dreptului de a organiza și conduce activitatea proprie în contextul unui mediu economic și juridic dat la care se adaugă mijloacele de atingere a obiectivelor urmărite constând în activități, operațiuni, forme, procedee și instrumente specifice

de înlăptuire, din opțiuni și decizii luate în acest scop. Manifestarea funcțiilor întreprinderii impun existența unor activități care se intercondiționează, astfel încât organizarea și conducerea lor, respectiv gestiunea economică se concretizează într-un ansamblu de decizii și operațiuni de înlăptuire a acestora ce privesc în primul rând procurarea și utilizarea cât mai eficientă a factorilor de producție, iar în al doilea rând gospodărirea rezultatelor obținute.

În literatura de specialitate gestiunea economică este structurată pe două planuri bine definite în domenii ale activității întreprinderii:¹²

- gestiuni ale factorilor de producție și ale efectelor folosirii lor, precum gestiunea stocurilor, gestiunea forței de muncă și
- gestiuni ale activităților parțiale care exprimă funcțiile întreprinderii, respectiv gestiunea producției, gestiunea comercială, gestiunea financiară, etc.

Indiferent de criteriul căruia îi aparține esența fiecărei gestiuni se concretizează în ansamblul deciziilor și operațiunilor de înlăptuire a lor, care privesc procurarea și utilizarea factorilor angajați în respectiva activitate precum și administrarea rezultatelor obținute.

Gospodărirea rațională a resurselor întreprinderii pentru realizarea obiectivului său de activitate în condiții de eficiență sporită, presupune gestionarea riguroasă a tuturor resurselor, materiale, energetice, de muncă, financiare, etc. În consecință, toate tipurile de gestiune, dintr-o întreprindere, funcționează ca un sistem, o modificare în comportamentul uneia determină schimbări în manifestarea celorlalte. Astfel, pentru obținerea unei rentabilități ridicate, gestiunea financiară intervine prin

¹²Trenca I. – Fundamente ale managementului financiar, Ed. Casa Cărții de știință, Cluj-Napoca, 2007, p.17

mijloace specifice în gestiunea producției, în gestiunea activităților comerciale, în gestiunea personalului lucrărilor, etc. Prin urmare, obiectivele unei gestiuni devin restricți în privința celorlalte gestiuni, de unde și necesitatea unui proces continuu de redefinire a obiectivelor fiecăreia în funcție de influențele exercitate de diverși factori endogeni și exogeni.

În acest context apare ca evidentă importanța gestiunii financiare în influențarea celorlalte gestiuni parțiale. Gestiunea financiară asigură, pe de o parte, condițiile financiare desfășurării fiecărui tip de activitate, iar pe de altă parte, reprezintă un regulator al întregului sistem de gestiune economică, situație în care, funcție de rezultate interne în corectarea gestiunilor parțiale. Importanță deosebită atribuită gestiunii financiare conferă acesteia statutul de componentă de bază a gestiunii economice.

Gestiunea economică, prin obiectivele sale, respectiv obținerea în timp util, corespunzător calitativ de utilități la nivelul cerințelor pieței, în condițiile unor costuri cât mai scăzute, își formulează în fapt cerințele creșterii economice. Îndeplinirea obiectivelor gestiunii economice se poate realiza în urma asigurării premiselor financiare care se referă la:

- procurarea fondurilor (capitalurilor) la momentul oportun, în volumul și structura dorită, la un cost minim de capital și
- efectele financiare ale activității desfășurate, respectiv un profit cât mai consistent care să însemne o cât mai ridicată rată a rentabilității.

Problematica financiară care vizează procurarea și utilizarea capitalurilor se interferează cu cea materială, privind crearea și vânzarea de utilități către consumatori.

Esența gestiunii financiare reprezintă acea componentă a gestiunii economice ce are în vedere manifestarea fenomenului financiar generat de activitățile întreprinderii. Obiectivul său fundamental este legat atât de premisele financiare privind desfășurarea normală a acestor activități cât și de consecințele financiare înregistrate, evidențiindu-se în acest context, dinamica noțiunii de gestiune.

Gestiunea financiară a întreprinderii poate fi definită, în această perspectivă, ca un ansamblu de operațiuni privind constituirea și utilizarea capitalurilor precum și obținerea și repartizarea rezultatelor financiare obținute. Astfel spus, gestiunea financiară vizează administrarea capitalurilor întreprinderii cu un scop și cu o anumită eficiență. Tipurile de operațiuni care exprimă conținutul gestiunii financiare a întreprinderii pot fi clasificate astfel:

- operațiuni de procurare în timp util a capitalurilor necesare constituirii factorilor de producție. Aceste operațiuni vizează promptitudinea cu care se procură și costul cât mai scăzut la care pot fi obținute;
- operațiuni de utilizare a capitalurilor care vizează obținerea unei eficiențe înalte evidențiată prin viteza de rotație, iar în final prin rentabilitate înregistrată;
- operațiuni de obținere și de repartizare a rezultatelor financiare menite să remunereze acționariatul precum și asigurarea progresului întreprinderii prin sporirea autofinanțării.

Aceste tipuri de operațiuni se desfășoară într-un mod coordonat, între ele existând numeroase legături de intercondiționare, care se materializează în echilibrul financiar al întreprinderii.

În virtutea funcționalității ei, gestiunea financiară impune o dimensionare optimă a capitalurilor, iar în funcție de randamentul posibil al acestora și de nivelul de rentabilitate vizat, să se dimensioneze rezultatele financiare ce urmează a fi obținute. Aceste nivele sunt considerate ca programate, acestea fiind ulterior comparate cu mărimile efectiv obținute de întreprindere, iar în cazul unor diferențe, se hotărăsc măsurile ce trebuiesc luate. În acest context, putem afirma că a gestiona înseamnă și a conduce. În esență conducerea reflectă, într-o formă sintetizată, fundamentarea deciziilor ce privesc evoluția firmei. Încadrarea deciziei în conceptul de gestiune financiară se argumentează prin faptul că aceasta presupune trecerea de la potență la acțiune, în condiții de eficiență, în mod consistent pe baza unei fundamentări și motivări științifice.

În concluzie, putem defini gestiunea financiară a întreprinderii, ca fiind o componentă a gestiunii economice, caracterizată prin ansamblul corelat al deciziilor și operațiunilor de îndeplinire a acestora, ce privesc procurarea și utilizarea, în condiții de eficiență, maxim posibilă, a capitalurilor necesare activității sale, precum și obținerea și repartizarea rezultatelor financiare obținute.

Gestiunea financiară apare astfel ca un element esențial al mecanismului „întreprindere” – un nod de conexiuni - în care intervenindu-se în mod oportun și eficient, prin decizii, se poate realiza o mai bună funcționare a acestui mecanism, la sporirea, pe această bază, a performanțelor concurențiale ale întreprinderii.

1.4. Fonduri și/sau capitaluri ale întreprinderii?

Procesul economic la nivelul fiecărei firme poate avea loc numai dacă sunt asigurate condițiile obiective necesare desfășurării sale, exprimate în modul cel mai general prin existența factorilor de producție cu ajutorul cărora se crează produse noi. Procurarea factorilor de producție se realizează prin diferite modalități, fiecare cu influențe diferite asupra rezultatelor financiare ale întreprinderii.

Modul de procurare și utilizare a factorilor de producție, formele funcționale prin care trec aceștia, precum și obiectivele urmărite prin folosirea lor, sunt elemente pe baza cărora s-au dat diverse definiții fondurilor întreprinderii¹³.

Într-o abordare economico-financiară unele surse definesc fondurile firmei ca fiind "totalitatea resurselor bănești care aparțin unei unități economice și care sunt destinate a fi folosite în vederea atingerii unui anumit scop".¹⁴

Se poate admite că în definirea fondurilor firmei - ca fiind formate din resurse bănești - se are în vedere un anumit moment, de început a ciclurilor economico-financiare, fie că acestea se referă la investiții sau la exploatare. În mod obișnuit, realizarea unui scop economic, concretizat în

^{13***}, Dicționarul explicativ al limbii române, Editura Academiei, București, 1975, p. 344, definește fondul ca "valoare materială reprezentată prin bani sau alte bunuri economice acumulate sau rezervate pentru un anumit scop". Această definiție surprindelementele importante ale conceptului, respectiv forma de exprimare, structura, precum și menirea pentru care sunt create, restrângând însă sfera de cuprindere a valorilor materiale doar la cele obținute prin acumulare de întreprindere.

¹⁴ Bistriceanu Gh., Demertescu C. G., Macovei E.I.- Lexicon de finanțe, contabilitate și informatică financiar-contabilă, vol. 1, Editura didactică și pedagogică, București, 1981, p. 336.

crearea unei capacități produs sau serviciu, presupune transformarea resurselor bănești în diferite forme materiale, fapt ce implică o modificare a formei sub care există fondurile.

De remarcat că ambele definiții consideră că fondurile firmei cuprind doar resursele ce aparțin acesteia. Excluderea din acest concept a împrumuturilor, înseamnă eliminarea unor importante mijloace bănești pe care totuși întreprinderea le gestionează și la care în mod obiectiv apelează. Pe de altă parte, ignorarea din structura fondurilor, a împrumuturilor are drept consecință o ignorare a importanței flexibilității financiare, și deci a posibilităților de sporire a eficienței întreprinderii.

În alte surse fondurile întreprinderii sunt definite ca "totalitatea bunurilor materiale și a mijloacelor bănești aflate la dispoziția întreprinderii"¹⁵.

Includerea în conceptul de fonduri ale întreprinderii, alături de mijloacele bănești, a bunurilor materiale, imprimă caracter dinamic noțiunii, prin prisma faptului că mijloacele materiale sunt rezultatul unor procese anterioare de utilizare a celor bănești. Afirmatia conform căreia fondurile sunt formate din totalitatea mijloacelor aflate la dispoziția întreprinderii, înseamnă cuprinderea atât a mijloacelor proprii cât și a celor împrumutate.

Alți autori consideră că în cadrul scopurilor, pentru care sunt create fondurile, trebuie incluse și obiective cu caracter social cultural, pe lângă cele economice: "Fondurile reprezintă totalitatea resurselor materiale și bănești de care dispune o societate pentru sporirea și perfecționarea forțelor de producție și lărgirea bazei materiale a activităților social-culturale."¹⁶

¹⁵***, Mic dicționar enciclopedic, Editura Științifică și Enciclopedică, București, 1986, p. 670.

¹⁶***, Dicționar de economie politică, Editura politică, București, 1974, p. 322

În unele lucrări, mijloacele de care dispune întreprinderea sunt împărțite în funcție de modul de valorificare a lor, în fonduri active și fonduri inactive.¹⁷

Fondurile active, reprezintă expresia valorică a acelor mijloace care trec prin mai multe stadii și îmbracă în mod succesiv formele: bani, active fizice în stadiul producției, marfă și din nou bani.

Fondurile inactive corespund mijloacelor latente, ale întreprinderii. Acestea deși apar inițial sub forma bănească, ulterior se transformă în bunuri cu utilitate socială precum: locuințe, cantine, creșe etc.

Aceiași autori consideră că fondurile întreprinderii sunt constituite din acele mijloace bănești care reprezintă forma de manifestare a fondurilor active, respectiv cele care asigură funcționarea firmei ca sistem de producție.

Ideea trecerii fondurilor prin cele trei faze este întâlnită și cu ocazia prezentării ciclului de exploatare. Acest ciclu are ca obiect producerea de bunuri și servicii. El cuprinde trei faze distincte :

- faza de aprovizionare, în cadrul căreia se achiziționează bunuri și servicii care vor intra în procesul de producție;
- faza de producție, în care are loc transformarea bunurilor și serviciilor pentru a se obține produse finite;
- faza de comercializare, respectiv de vânzare a produselor finite.

În fiecare fază fondurile se găsesc sub forma stocurilor fie de materii prime, fie în curs de fabricație, sau de produse finite. Structura ciclului de

¹⁷Giurgiu A., Costin M., Pacurariu V. – Întreprinderea - unitate de bază a economiei naționale, Editura Dacia, Cluj-Napoca, 1978, p. 108-111

exploatare scoate în evidență faptul că fondurile suferă transformări pe toată durata desfășurării lui, luând forme funcționale diferite (Fig. 1).

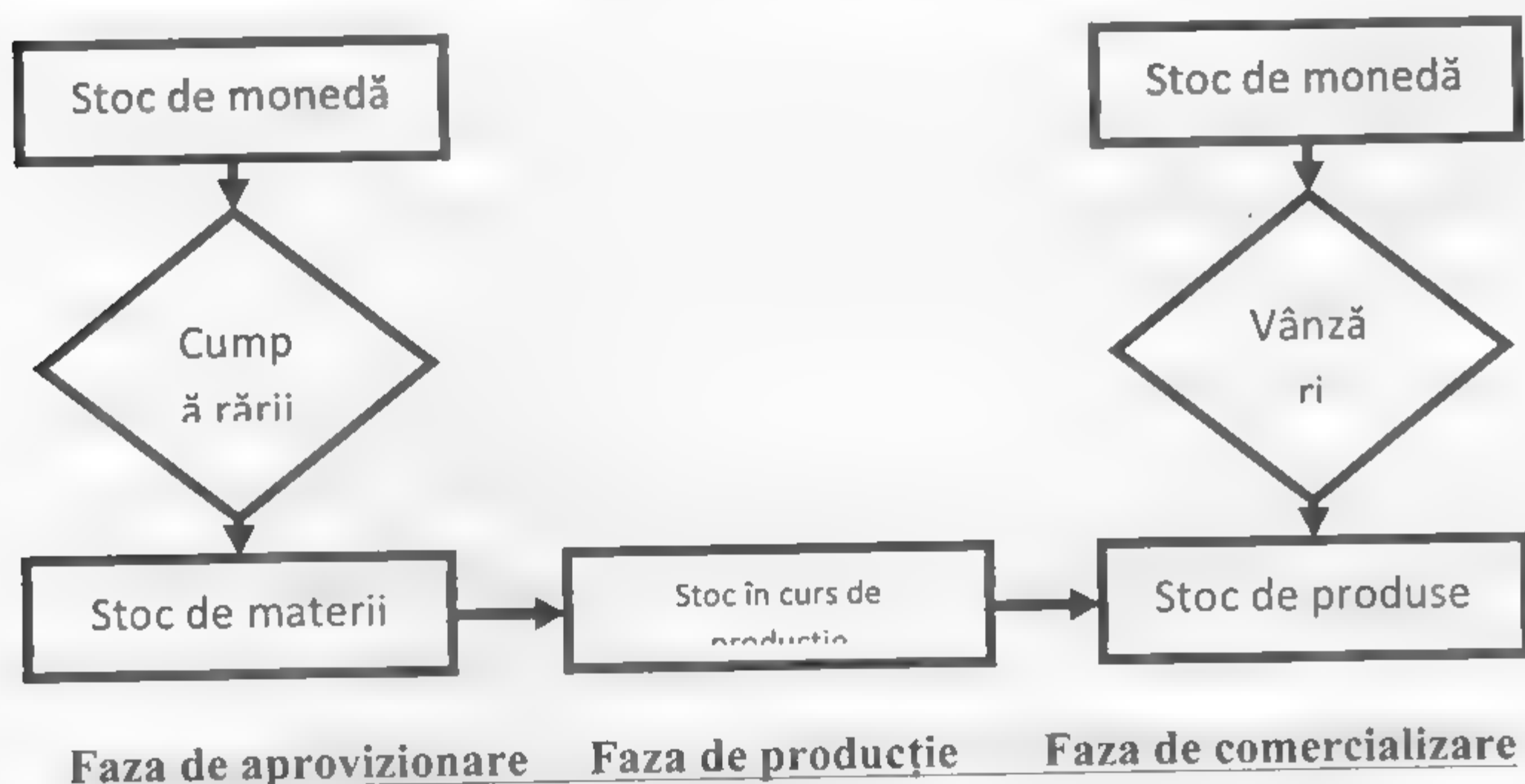


Fig. 1. Fazele ciclului de exploatare și formele funcționale ale fondurilor întreprinderii

Mijloacele bănești sunt o formă sub care se manifestă valoarea aflată la dispoziția întreprinderii, în general, la începutul unui ciclu financiar.

Odata cu schimbul, valoarea își schimbă forma de manifestare, din bani în elemente materiale precum: mașini, instalații, utilaje, materii prime, produse finite etc.

Atunci când vânzarea este însoțită de acordarea unui credit "clienți" în structura formelor funcționale trebuie incluse și bunurile (activele) financiare.

Evoluția formelor funcționale pe care fondurile întreprinderii le îmbracă, pe parcursul ciclului de exploatare, pot fi redate schematic astfel (Fig. 2.).

După proveniența resurselor cu ajutorul cărora se crează factorii de producție, unii autori definesc fondurile întreprinderii ca fiind formate din

"resurse constituite prin finanțare inițială exogenă sau prin autofinanțare"¹⁸. În desfășurarea proceselor economice aceste resurse generează o rețea complexă de relații care pun în evidență interdependența și complementaritatea lor. Aceste relații vizează alegerea unei structuri a resurselor cât mai favorabilă întreprinderii.

Față de abordările menționate, în vederea definirii fondurilor întreprinderii, considerăm necesară analiza proceselor de constituire și de utilizare a factorilor de producție.

Constituirea factorilor de producție este consecința realizării proceselor de repartitie și de consum care au loc în cadrul economiei. Prin repartitie întreprinderea beneficiază, prin intermediul unor metode diverse; subscripție publică, autofinanțare, creditare, finanțare, de o anumită mărime a valorii. Forma concretă, sub care se repartizează valoarea este cea bănească. Aceasta este cel mai adesea și prima formă sub care se reprezintă fondurile întreprinderii.

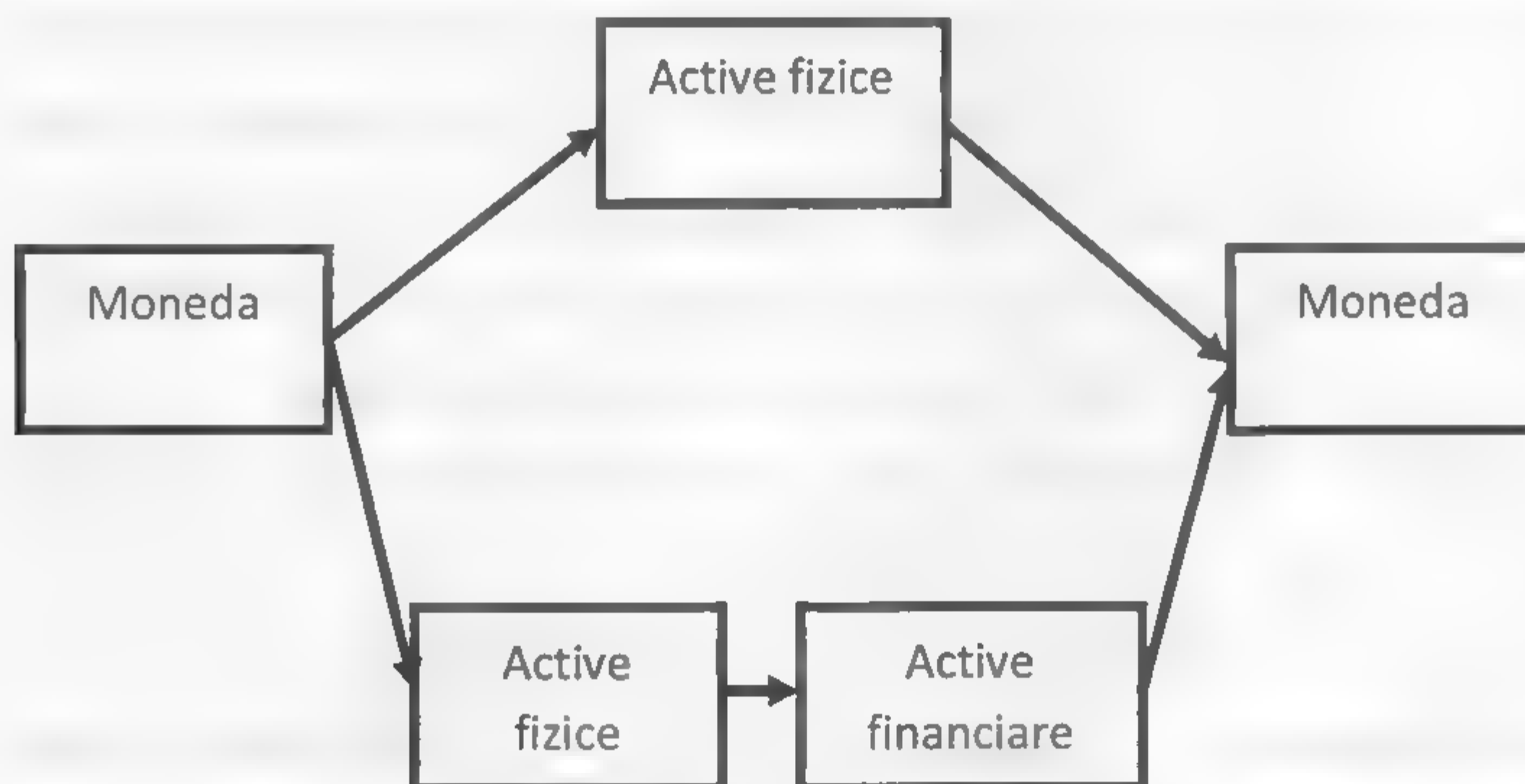


Fig. 2. Schema formelor funcționale ale fondurilor întreprinderii

¹⁸Giurgiu A., Bunduchi M., Stănescu Gh.- Mecanismul financiar al întreprinderii, Editura Științifică și Enciclopedică., București, 1988, p. 28

Repartiția astfel realizată este de tip financiar, deoarece valoarea se măsoară și se exprimă cu ajutorul etalonului monetar. Din această cauză, fondurile întreprinderii, astfel create, se mai numesc fonduri financiare. "Denumind fondurile de resurse bănești constituite în întreprinderi - fonduri financiare - nu înseamnă ca în procesul activității economice, ele nu se pot afla concomitent sub mai multe forme funcționale și cu aspect concret - material deosebit"¹⁹.

Astfel, în procesul de consum o parte a fondurilor întreprinderii, aflate sub forma bănească, este folosită pentru achiziționarea de factori de producție într-o structură care să-i permită acesteia să-și realizeze obiectivele.

Se produce prima operațiune de transformare a banilor în active imobilizate, circulante și muncă, urmărindu-se asigurarea a unei anumite ponderi a fiecărei valori în total, astfel încât procesul de producție ce urmează, să se desfășoare în condiții de eficiență.

Sub aspect material, aceste fonduri se pot prezenta sub una din formele esențiale de existență a lor, ca mijloace de producție de natura activelor imobilizate (mașini, utilaje, agregate, instalații de lucru, clădiri etc) și de natura activelor circulante (materii prime, materiale, combustibili, etc) care în procesul muncii se transformă în producție neterminată și produse finite destinate realizării ca mărfuri, iar ulterior prin comercializare se manifestă ca mijloace bănești.

În procesul economic ce se desfășoară în fiecare întreprindere aceste fonduri se găsesc într-o mișcare permanentă, își schimbă neconținut forma de existență și considerând ca punct de plecare forma de active imobilizate

¹⁹Filip Gh. – Contribuții la teoria finanțelor, Analele Științifice ale Univ."Al.I.Cuza" Iași, tomul XXV, 1979, p. 83

și circulante din faza de producție, ele îmbracă, în faza de comercializare, succesiv alte două forme funcționale distincte și anume: forma marfă și forma bani. Schimbarea formelor funcționale presupune și trecerea fondurilor prin fazele principale ale unui proces economic. Trebuie însă remarcat faptul că repetarea proceselor economice și desfășurarea continuă a exploatării în fiecare întreprindere face necesară existența simultană a fondurilor sub cele trei forme funcționale în fazele menționate.

De existența formei productive a fondurilor întreprinderii, ținând seama de rolul pe care îl au ca mijloace sub forma concret materială în procesul de exploatare, se leagă în mod direct împărțirea în *imobilizate* și *circulante*, împărțire cu profunde rezonanțe în procesul de constituire și repartizare a fondurilor financiare corespunzătoare. În opoziție cu activele care păstrează fixată în ele și deci în procesul de producție o parte a valorii, reliefând caracterul lor de mijloace imobilizate, activele circulante transmit asupra produsului - marfă în circulație întreaga lor valoare, care îmbracă succesiv și repetat fiecare formă de existență a fondurilor întreprinderilor, făcând necesară reînnoirea lor prin alte exemplare cu fiecare nou circuit și dobândind caracterul de mijloace circulante.

Asta înseamnă, în principiu, că orice nou proces de exploatare presupune asigurarea unor noi mijloace de natura materiilor prime, materialelor, combustibililor etc., ceea ce la rândul său implică transformarea producției obținute din forma marfă în forma bănească și pe această bază procurarea unor noi cantități din activele circulante menționate, iar apoi efectuarea de noi cheltuieli de prelucrare în cadrul noului proces de producție.

În faza producției conținutul concret - material al fondurilor respective apare ca mijloace având o substanță utilă care se consumă în

cadrul procesului tehnologic, pierzând vechile proprietăți și însușiri și căpătând în schimb altele noi, specifice unei noi valori de întrebuințare, care are o valoare sporită prin cheltuielile de prelucrare efectuate, inclusiv cu valoarea creată prin munca depusă. Valoarea acestor active circulă deci în întregime prin transformarea lor mai întâi în produse - marfă, iar apoi în mijloace bănești și din nou în active de producție efectuând neîntrerupt întregul circuit al formelor pe care îl îmbracă. Fiecare nou proces economic înseamnă efectuarea unui nou circuit a valorii acestor mijloace iar continuitatea activității de exploatare determină repetarea circuitului, dându-i astfel un caracter de rotație. Or, transformarea fondurilor întreprinderii din formele concret materiale: productivă și marfa apoi în formă bănească, înseamnă că valoarea trebuie să ia forma concretă de bani, ca o condiție hotărâtoare pentru reluarea și continuitatea proceselor economice în întreprinderi, deoarece numai prin asigurarea mijloacelor bănești necesare se crează premisa procurării de noi mijloace materiale pentru desfășurarea normală a exploatării.

Încasarea contravalorii produselor fabricate și transformarea acestora în bani apare, deci, în același timp ca moment final al unui proces economic încheiat și ca premisă obligatorie pentru începerea unui nou proces economic. Un nou proces economic începe însă tot în sfera circulației prin aprovizionarea (cumpărarea) unor noi mijloace pentru producție, ceea ce, presupune transformarea formei bani a fondurilor întreprinderii în formă productivă, moment în care valoarea mijloacelor puse în circulație la finele procesului de exploatare anterior intră din nou în faza producției.

În aceste două forme de existență, forma marfă și forma bani, fondurile întreprinderii nu se pot scinda în imobilizate și circulante,

deoarece întreaga valoare exprimată prin mijloacele respective trebuie să circule trecând succesiv prin aceste forme funcționale pentru a ajunge din nou în forma productivă.

Corespunzător celor două forme funcționale și prin comparație cu activele din faza de producție, care corespund formei productive, activele aflate în fazele de aprovizionare și de comercializare, apar ca având rolul de a mijloci mișcarea valorii, de a vehicula valoarea. Aceste mijloace verifică caracterul "de circulante" numai atunci când și în măsura în care se transformă în elemente ale procesului de exploatare, îmbrăcând forma productivă.

Luând în considerare forma concret - materială a fondurilor întreprinderii ca active circulante, ar rezulta că în fapt mijloacele respective, luate ca atare, nu pot "circula" în sensul trecerii succesive prin cele trei forme funcționale și deci nu pot efectua "rotații". De exemplu, materiile prime utilizate pentru fabricarea unui produs nu pot circula pentru bunul motiv că ele se consumă în procesul de producție și ca atare apar numai în această fază. Ceea ce circulă în realitate este valoarea lor, care îmbrăcând aceste forme funcționale în mod succesiv și efectuând neîntrerupt circuitele respective realizează un proces de rotație continuă.

În concluzie, atât activele imobilizate cât și cele circulante au un corespondent real în formă concret - materială a mijloacelor de producție și de circulație, care pe baza valorii ce o încorporează, ca element comun, pot fi reunite sub denumirea de fonduri ale întreprinderii.

Este evident că în aceste forme materiale, inclusiv ca mijloace bănești, se concretizează de fapt fondurile financiare ale întreprinderii. Acest punct de vedere este susținut și de alți autori care consideră, că

mijloacele ce servesc în permanență sfera producției cât și sfera circulației au o expresie comună sub aspect valoric, respectiv fondurile întreprinderii.²⁰

Deși circuitul și rotația fondurilor întreprinderii pot fi privite și analizate în raport cu fiecare dintre formele lor funcționale, un circuit însemnând transformarea lor succesivă dintr-o anumită formă funcțională în următoarele două forme și retransformarea în forma de la care s-a pornit, iar rotația presupunând repetarea acestui proces, rezultă că o semnificație deosebită o prezintă forma bani. Totodată, urmărirea circuitelor fondurilor avansate ca bani, permite să se observe transformările înregistrate în fiecare stadiu al circuitului, concordanța dintre fondurile în formă, bănească destinate constituirii unor mijloace concret materiale și valoarea acestora, precum și posibilitățile de încheiere fără dificultăți și reluare a fiecărui circuit, asigurând folosirea cât mai rațională a fondurilor respective.

Considerând forma bani a fondurilor întreprinderii drept prima formă funcțională, iar aprovizionarea ca prima fază a procesului de exploatare, existența mijloacelor bănești apare ca premisă indispensabilă reluării fiecărui proces economic, iar asigurarea fondurilor bănești necesare constituie o problemă de primă însemnătate în cadrul oricărei politici de dezvoltare.

Este evident că reluarea continuă a circuitului fondurilor întreprinderii este condiționată de calitatea activității ce se desfășoară în cadrul acestora în fiecare moment al procesului economic, iar obținerea unei sume de bani, mai mare la finele fiecărui circuit economic (respectiv a surplusului monetar) față de începutul său, care să satisfacă cerințele reluării ciclului financiar cât și realizării acumulărilor bănești, apare din însăși

²⁰ Giurgiu A., Csakany B., Cistelecan L., Râmniceanu I., Tulai C., Beju U., Drăgoescu E., Roșca T., Stăneanu Gh., - Probleme ale gestiunii financiare în unitățile economice de stat, Editura Academiei, București, 1977, p. 94-95.

obiectivul întreprinderii și este ca o condiție pentru o activitate eficientă. Folosirea judicioasă a mijloacelor bănești presupune evitarea transformării lor în active fizice pentru producție precum și efectuarea de cheltuieli de prelucrare, care să se concretizeze apoi în mărfuri fără desfacere, fapt ce nu asigură continuitatea ciclului. În acest fel se evită sustragerea fondurilor din circuitul economic și se creează garanția ca mărimea sumei de bani încasată la finele unui ciclu financiar va satisface cerințele menționate. Folosirea nejudicioasă a mijloacelor bănești este sinonimă cu apariția unor defecțiuni în desfășurarea ciclului financiar și face ca o parte a lor să rămână imobilizate, iar mărimea încasărilor prin vânzarea mărfurilor să fie necorespunzătoare, aceasta exprimându-se în general prin apariția unor perturbări în activitatea întreprinderii.

Observarea circuitului formeii bănești a fondurilor întreprinderii pune în evidență că activele aflate sub forma productivă sau marfă apar ca un corespondent material al mijloacelor bănești cheltuite începând cu transformarea lor în rezerve materiale pentru producție, mijloace în curs de prelucrare sau produse finite și mărfuri etc., până la realizarea producției și retransformarea în mijloace bănești. Pe de altă parte, se poate spune că activele aflate sub formă concret - materială în cele trei faze au în permanență un corespondent bănesc care exprimă valoarea lor, iar evidența și mișcarea acestor mijloace concret materiale, privite în cadrul mai larg al ciclului exploatarei, implică existența și mișcarea concomitentă a corespondentului bănesc al activelor fizice luate în ansamblu. Astfel, existenței și mișcării materiale, afectate ciclului de exploatare, de la furnizori la cumpărători îi corespunde existența și mișcarea în sens invers a mijloacelor bănești de la cumpărători la furnizori.

Deoarece desfășurarea continuă a activității întreprinderilor determină existența concomitentă a celor trei forme funcționale, fondurile bănești respective se vor înfățișa la un moment dat, ca un corespondent bănesc al tuturor activelor imobilizate și circulante, indiferent de forma lor concret –materială.

Desfășurarea normală a procesului economic în fiecare întreprindere reclamă existența mijloacelor respective în formă concret - materială, dar pentru asigurarea acestora, întreprinderile trebuie să dispună la timp de un volum corespunzător de mijloace bănești acoperitoare, având deci asigurată o capacitate de plată normală. Aceasta înseamnă că fiecare întreprindere trebuie să dispună inițial de un volum de mijloace bănești satisfăcător pentru asigurarea mijloacelor necesare pentru activitatea de exploatare, urmând să-și formeze stocuri și să efectueze cheltuieli în limitele fondurilor bănești care se justifică a fi folosite într-o activitate normală și având posibilitatea să-și onoreze toate plățile la termen.

În concluzie, constituirea fondurilor întreprinderii apare ca expresie a unui proces de repartiție a valorii. Mărimea acestei valori se măsoară în bani care de regulă, reprezintă și prima formă de manifestare a fondurilor respective, determinând o anumită structură financiară a întreprinderii.

Procesul de consum asigură transformarea fondurilor întreprinderi din forma bani în forma materială, concretizată în mașini, utilaje, clădiri, materii prime etc., pregătind desfășurarea procesului de exploatare. Forma materială menționată semnifică, de fapt, structura tehnică a întreprinderii.

Procesul de exploatare impune alte procese de transformări ale fondurilor întreprinderii în alte forme funcționale, în producție neterminată, apoi în mărfuri, iar în final în forma bănească. Suma de bani obținută în final trebuie să fie mai mare decât cea consumată, deoarece surplusul

monetar degajat în procesul de exploatare reprezintă mobilul întregului efort depus de întreprindere.

Deci, fondurile întreprinderii pot fi definite ca expresie bănească a totalității mijloacelor bănești și materiale (mașini, utilaje, clădiri, materii prime, producție neterminată, produse finite, mărfuri etc.) procurate prin diverse metode, (aport al proprietarilor, autofinanțare, creditare sau finanțare bugetară) și utilizate în procese economice pentru obținerea de produse și servicii solicitate de consumatori, a căror valorificare permite și realizarea surplusului monetar.

În același context, este remarcat că în teoria și practica economică a întreprinderilor ce funcționează în condițiile economiei de piață se utilizează în consonanță cu noțiunea de fonduri, la care ne-am referit, conceptul de capital căruia i se atribuie, de asemenea, mai multe semnificații.

Noțiunea de capital apare pentru prima dată în secolul al XII - lea și a circulat la început sub diverse sensuri: ca fond, stoc de mărfuri, masă de bani etc. În secolul al XIV - lea, termenul de capital este întâlnit cu înțeles de bogăție, averi bănești, fonduri, etc. Conceptul modern de capital a fost introdus de economistul francez A.J. Turgot în secolul al XVIII - lea. În accepțiunea economistului francez, noțiunea de capital înseamnă mai mult decât bani sau bunuri, respectiv, o valoare care participă la producerea unei noi valori și a profitului. Ulterior toți economiștii s-au raportat la acest concept.

Definirea noțiunii de capital a cunoscut de-a lungul timpului numeroase abordări. Adam Smith în "Avuția națiunilor " face distincție netă între capitalul individual și capitalul național.

Capitalul individual este definit ca un stoc de bunuri și lichidități, având originea în economisire, de care dispune individul în întreprinderea sa

și care îi aduce un profit. Nu constituie capital bunurile care îi servesc pentru uzul personal. Autorul pledează pentru economii, întrucât acestea sporesc capitalul, în timp ce conduita risipitoare duce la diminuarea lui, aceasta dacă economiile sunt imediat și în totalitate investite. Structura capitalului individual se prezintă la A. Smith ca fiind formată din capitalul fix și capitalul circulant, care au semnificații deosebite.

Capitalul circulant este acea parte din capital care aduce profit prin faptul că circulă și își schimbă stăpânul, iar cealaltă parte din capital care nu părăsește manufactura și aduce profit numai indirect, cu ajutorul capitalului circulant este numit capital fix.

Capitalul fix este creat și dezvoltat în urma unui proces de economisire, de unde rezultă că "orice capital fix este derivat din capital circulant"²¹ deoarece capitalul circulant este considerat ca fiind singurul capabil să producă profit. Capitalul național este format din suma capitalurilor individuale (capital fix și capital circulant) plus rezervele de consum.

Distincția dintre capitalul individual și capitalul național este făcută de A. Smith din două motive:

- pentru ca un bun să devină capital individual trebuie să aducă profit,

- este capital pentru societate numai ceea ce crează bunuri materiale.

Capitalul fix constă în principal în patru articole: mașini, unelte de lucru, clădiri, pământuri ameliorate, precum și cunoștințe dobândite.²²

Capitalul circulant este compus în primul rând din bani cu ajutorul cărora sunt create și apoi puse în circulație celelalte părți, respectiv materiile

²¹Smith A.- *Avuția națiunilor*, Editura Academiei, București, 1962, p.188

²² Ibidem, p. 187

prime și materialele ce sunt transformate în semifabricate, apoi în produse finite, iar prin vânzare se obține profitul.

Din abordările noțiunii de capital realizate de A. Smith se desprind o serie de concluzii:

- capitalul se constituie, în urma unui proces de economisire. Cu această ocazie se realizează o repartizare a unei valori acumulate, dintr-o stare inactivă într-una activă, deoarece A. Smith considera că doar valorile cu destinație productivă reprezintă capital;
- compoziția capitalului, ca și în cazul fondurilor întreprinderii, arată că acesta conține în primul rând mijloace bănești, ca stare inițială, și bunuri materiale diverse: mașini - unelte, clădiri, pământuri ameliorate, cunoștințe dobândite, materii prime, semifabricate, produse finite ca stări, ulterioare etc. Aceste mijloace arată formele concrete pe care valoarea repartizată inițial s-a consumat, într-o primă etapă pentru crearea structurii productive a întreprinderii (cele patru articole ce reprezintă capitalul fix, precum și materiile prime și materialele necesare producției). Cuprinderea în capital a mijloacelor materiale precum producția neterminată, produse finite, scoate în evidență procesele de transformare care au loc în cadrul exploatării, în urma cărora valoarea ia forme funcționale corespunzătoare stadiilor parcurse;
- motivațiile după care A. Smith face distincție între capitalul național și cel individual exprimă în fapt obiectivele utilizării acestora. Cerința funcționării întreprinderii în contextual industrial și comercial în care acționează aceasta, respectiv

crearea de bunuri și servicii în conformitate cu nevoia socială, reflectă obiectivul economic, iar obținerea profitului necesar remunerării celor angrenați în activitatea acesteia este obiectivul financiar.

Definițiile ulterioare date capitalului se găsesc în același spirit al considerării lui ca expresie valorică a ansamblului de mijloace bănești și materiale destinate creerii de bunuri și servicii care, prin valorificare să conducă la obținerea unui surplus monetar. Economiiștii contemporani spre deosebire de A. Smith, consideră că izvorul de creare a capitalului nu este doar propria muncă, prin economiile degajate, ci și resursele împrumutate.

În "Dizionario di amministrazione, contabilità, diritto, economia, finanza, informatica, lavoro d'ufficio, risk management", se remarcă două înțelesuri date noțiunii de capital - unul provenind din limbajul curent al practicii financiare a întreprinderii, iar un altul regăsit în teoria economică.

În limbajul curent prin termenul de capital se indică în general "o sumă de bani sau o bogăție, destinată să genereze un venit pe parcursul timpului."²³

În teoria economică categoria de capital a căpătat o semnificație mai complexă exprimând "un ansamblu de bunuri exprimate valoric, ce participă la procesul de producție sub forme diferite și sunt la rândul lor rezultatul unui precedent proces productiv".²⁴

Identificarea capitalului ca o sumă de bunuri ce participă la procesul economic are menirea de a sublinia caracterul de factor de producție al acestuia, alături de muncă și pământ. Particularizarea capitalului față de ceilalți doi factori de producție este realizată de autori prin elementele de

²³ ***, Dizionario di amministrazione, contabilità, diritto, economia, finanza, informatica, lavoro, d'ufficio, risk management, Franco Angeli Libri, Milano 1989, p. 126.

²⁴ Ibidem p. 127.

conținut ale acestuia. Astfel, capitalul este compus doar din bunuri rezultate dintr-un proces de producție anterior, spre deosebire de resursele naturale (pământul), care chiar dacă participă la acest proces, nu sunt produse de om. Un alt argument invocat este acela că spre deosebire de muncă și pământ, capitalul, se prezintă ca o masă eterogenă de bunuri. Din această cauză exprimarea lui nu se poate face în termeni fizici, ci doar în formă valorică, bănească.

Cele două accepțiuni date capitalului întreprinderii se deosebesc prin obiectivele urmărite în procesul de utilizare a lui. În “limbajul current” folosirea capitalului are drept obiectiv obținerea profitului, în teoria economică aceasta trebuie să asigure derularea procesului productiv ce are ca finalitate crearea de bunuri și servicii oferite consumatorilor.

În alte lucrări capitalul este definit ca o sumă de bogății utilizate pentru producerea altor bogății. Aceste bogății se concretizează într-un ansamblu de mijloace financiare și tehnice de care dispune o întreprindere comercială și industrială pentru investiții.²⁵

În același spirit, Pierre Conso definește capitalul ca “ansamblu de mijloace puse în operă pentru a asigura îndeplinirea funcției de producție a întreprinderii”²⁶. Crearea capitalului presupune o colectare de resurse, iar deținerea lui corespunde unei imobilizări de mijloace bănești care implică un cost. Resursele proprii provin din aportul asociaților, din surplusul monetar degajat de întreprindere și din împrumuturi.

Ca factor de producție, capitalul este caracterizat ca fiind o sumă de mijloace bănești și materiale, generic numite bogății ale întreprinderii. Mijloacele, componente ale capitalului întreprinderii, capătă denumiri după

²⁵ *** Le dictionnaire de notre temps, Hachette, Paris, 1989, p. 217.

²⁶ P.Conso- La gestion financière de l'entreprise, Dunod, Paris, 1989, p.28.

locul și rolul lor în cadrul procesului economic. Astfel, mașinile și utilajele reprezintă capitalul tehnic, materiile prime și creanțele - capitalul juridic iar banii - capitalul financiar.

M. Ternisien definește capitalul într-o viziune dinamică. Autorul consideră capitalul ca fiind compus din imobilizări necorporale și corporale precum și din stocuri (materii prime, produse nefinite, produse finite). Aceste capitaluri sunt la originea proceselor de transformare materială sau a fluxurilor fizice (cele care privesc producerea de bunuri și servicii) precum și a celor de contraparte, adică a fluxurilor monetare generatoare de surplus monetar.²⁷ În același sens și profesorii J. Magerin și J.C. Mallard, definesc capitalul, într-o optică numită funcțională "drept totalitatea resurselor utilizate în finanțarea întreprinderii".²⁸

Profesorul Pierre Vernimen consideră capitalul întreprinderii ca "un ansamblu de resurse folosite de acesta pentru finanțarea activității".²⁹ Aceste resurse pot fi foarte diverse: aporturile acționarilor la crearea societății, rezultatele curente acumulate, resursele de origine fiscală, quasi capitalul propriu și resursele împrumutate³⁰.

Resursele de origine fiscală provin din avantajele pe care întreprinderea le primește de la buget și care se concretizează în exonerări fiscale definitive sau temporare. Cvasi capitalul propriu este reprezentat de soldurile conturilor curente ale proprietarilor, reprezentând dividende neridicate.

²⁷ Ternisien M.- Comprendre l'entreprise par les flux, La Villequerin Éditions, Paris, 1988, p. 27.

²⁸ J. Magerin, J. C. Mallard - Dicogefi, le dictionnaire de la gestion, Les éditions d'organisation, Paris, 1999, p.16.

²⁹ Ibidem , p. 16.

³⁰ Vernimen P.- Finance d'entreprise. Analyse et gestion, Dalloz, Paris, 1988, p.53.

Varietatea resurselor arată posibilitățile mari pe care le are întreprinderea pe piața capitalurilor, în constituirea, dar mai ales în sporirea fondurilor sale, fiind create condiții pentru constituirea unei structuri financiare optime.

În alte lucrări, capitalul este definit ca “un ansamblu de bunuri economice, deținute de un individ sau un grup de indivizi (întreprindere), care este utilizat în vederea producerii de bunuri și servicii”.³¹ Această definiție nu surprinde momentul de creare a capitalului, operație efectuată prin acumulare, și nici obiectivele utilizării lui.

O altă abordare este aceea după care capitalul este considerat ca “totalitate a resurselor materiale acumulate și reproductibile care, prin asociere cu ceilalți factori de producție, participă la producerea de noi bunuri în scopul obținerii de profit”.³²

Unii economiști au definit capitalul accentuând asupra mișcării valorice pe care acesta o realizează pe parcursul procesului economic: “capitalul reprezintă ansamblu valorilor materiale, spirituale rezultate din activitatea umană și totalitatea valorilor financiare deținute de o persoană, pentru a fi utilizate în scopul obținerii unui venit”³³ incluzându-se deci, pe lângă mijloacele aflate în proprietate și pe cele împrumutate.

Capitalurile întreprinderii aflate în diferite stadii ale procesului economic este denumit, după forma pe care o îmbracă, capital bănesc, capital productiv (tehnic) sau capital de circulație. Capitalul tehnic este format din mașinile, utilajele și instalațiile de lucru. Capitalul de circulație acționează în sfera circulației și este format din capitalul bănesc și capitalul

³¹ *** , Dicționarpoliglot explicativ, Editura enciclopedică, București, 1995, p.30.

³² *** , ABC-ul economiei de piață moderne. Casa de Editură și presă Viața românească, București, 1991,p.31.

³³ *** , Dicționar enciclopedic, Editura enciclopedică, București, 1993, p.316.

marfă. Capitalul bănesc reprezintă “suma de bani care procură deținătorului un venit și are funcția de cumpărare a muncii și a mijloacelor de producție”.³⁴ În paralel cu noțiunea de capital bănesc este utilizată în practică și teoria economică, cu același conținut și cel de fond bănesc.

Alți autori după ce definesc capitalul ca factor de producție recunosc în mod expres ca o altă accepțiune dată acestuia este aceea de fonduri. În acest sens J. B. Charreton și J. Raffegeau afirmă: “capitalul social reprezintă forma inițială a fondurilor proprii”.³⁵

În alte lucrări se consideră chiar ca al doilea sens dat noțiunii de capital al întreprinderii este acela de fonduri, semnificând “expresia bănească a proceselor de transformare a valorii care circulă în cele trei stadii ale ciclului de exploatare”.³⁶ Noțiunea nu face referire la vreo operațiune materială oarecare, fiind expresia bănească a mijloacelor materiale în diferitele momente ale procesului economic.

După cum se poate observa, toate elementele cu ajutorul cărora se definesc fondurile întreprinderii se regăsesc și atunci când se analizează conținutul noțiunii de capital.

În sens economic larg, atât fondurile cât și capitalurile exprimă mijloace bănești și materiale folosite de întreprindere pentru producerea unor bunuri sau servicii. În procesul producerii bunurilor și serviciilor, mijloacele parcurg cele trei stadii: aprovizionare, producție și comercializare. Prin utilizarea capitalurilor și a fondurilor se urmărește în final realizarea obiectivului financiar și anume obținerea surplusului monetar.

³⁴ Kirițescu C. - Moneda - mică enciclopedie, Editura științifică și enciclopedică, București, 1982, p. 80

³⁵ Charreton J.B., Raffegeau J. - Financement des entreprises, Editions Frances Lefebvre, Paris, 1992, p. 273.

³⁶***, Dixeco de l'économie, Dunod, Paris, 1999, p. 28.

În sens financiar, fondurile și capitalurile sunt constituite în mare parte în urma unor procese de economisire și se presupune a fi inițial sub forma mijloacelor bănești.

Identificarea capitalurilor cu fondurile întreprinderii este susținută de profesorul Gh. Bistriceanu, care referindu-se la capitalurile proprii ale întreprinderii afirmă că: "în sensul financiar al noțiunii, capitalul este suma de monedă adusă de asociați sau acționari și imobilizată în deținerea capitalului economic, putându-se dimensiona prin deducerea datoriilor din capitalul economic. În această accepțiune capitalul financiar reprezintă în fapt fondurile proprii".³⁷

În favoarea recunoașterii conținutului similar al acestor două concepte pledează și folosirea noțiunii de fond de rulment cea mai utilizată noțiune din analiza financiară.³⁸

Astfel "fondul de rulment este uneori numit capital de lucru brut însemnând pur și simplu active curente. Capitalul de lucru net este definit ca diferență între activele curente și pasivele curente, acestea din urmă includ surse de fonduri cum ar fi împrumuturi, efecte comerciale emise de firmă etc."³⁹

După cum se poate constata fondul (de rulment) este definit ca fiind capitalul de lucru al întreprinderii, iar capitalul de lucru este constituit din diferite surse de fonduri. Aceste definiții întăresc, odată în plus, ideea după care noțiunile de fonduri și capitaluri ale întreprinderii sunt substituibile.

³⁷ Bistriceanu Gh., Adochiței M., Negrea E., - Finanțele agenților economici, Editura Didactică și Pedagogică, R.A., București, 1995, p.83.

³⁸ ConsoP. - La gestion financière de l'entreprise, Dunod, Paris, 1989, p. 180.

³⁹ Halpern P., Weston F., Brigham E.- Finanțe manageriale, Editura Economică, București, 1998. p. 217.

Fondul de rulment este “partea din capitalurile permanente neafectate finanțării imobilizărilor”⁴⁰. Conceptul de fond este definit, și în acest caz, prin cel de capital și desemnează cea mai dinamică parte a mijloacelor ce compun capitalul întreprinderii.

Prin mărimea sa, fondul de rulment este expresia valorică a mijloacelor cu caracter permanent de care dispune întreprinderea și care pot fi utilizate pentru desfășurarea procesului de exploatare, adică o parte a capitalului acesteia. Aceste mijloace se pot prezenta sub forma disponibilităților bănești, a materiilor prime, materialelor, producției neterminate sau produselor finite. Formele funcționale sunt în conformitate cu stadiile pe care le parcurg componentele fondului de rulment.

Fondul de rulment sau capitalul circulant propriu, asigură prin parcurgerea succesivă a celor trei stadii realizarea obiectivului economic al întreprinderii, respectiv fabricarea unor bunuri sau servicii și impune o strictă dimensionare a necesarului real al întreprinderii ținând cont de strategia sa și riscul pe care aceasta acceptă să și-l asume. Odată necesarul fundamentat, “alegerea între capitalul împrumutat pe termen scurt sau lung și cel propriu destinat fondului de rulment rezultă din interpretarea parametrilor ce integrează toate datele”⁴¹. Necesarul fondului de rulment nu se prezintă doar ca o simplă problemă de finanțare a unei activități economice. El pune problema unui important risc industrial pe care întreprinderea și-l asumă.

Considerăm că observațiile privind fondul de rulment coroborate cu constatările anterioare întăresc concluzia că noțiunile de fonduri și de

⁴⁰Stancu I. – *Finanțe*, Editura Economică, București, 2006, p. 175

⁴¹Vernimen P. – *Finance d'entreprise. Analyse et gestion*, Dalloz, Paris, 1998, p. 250

capitaluri ale întreprinderii au înțelesuri similare, exprimând un conținut asemănător și în principiu, pot fi substituite una prin cealaltă.

Pe această bază, în lucrare, cele două noțiuni vor fi folosite în această accepțiune, conceptul de capital fiind mai adecvat condițiilor economiei de piață.

Capitolul 2.

Decizii privind capitalurile întreprinderii

2.1. Decizia – componentă a gestiunii financiare

Gestiunea financiară a întreprinderii are menirea, prin constituirea capitalurilor, să asigure suportul financiar necesar funcționării acesteia. Utilizarea capitalurilor cu eficiență conduce la performanțe de piață ridicate, consolidând în acest fel atât postura acesteia de producător de bunuri și/sau servicii, cât și aceea de creator de valoare.

Înfăptuirea acestor deziderate se realizează cu ajutorul deciziilor financiare. Deciziile reprezintă produsul finit al procesului de conducere îndeplinit în planul activității financiare a întreprinderii. Ele sunt foarte diverse și se iau în context cu situația concretă în care se găsește respectiva firmă. Decizia financiară este într-o strânsă legătură cu decizia economică cu care se întrepătrunde și se influențează reciproc. Decizia financiară reprezintă o alegere făcută, dintre mai multe variante, ea fiind cea preferată pentru a acționa în vederea adaptării întreprinderii la mediu.⁴²

Fundamentarea deciziei presupune o analiză în care sunt avuți în vedere mai mulți parametri prelucrați cu ajutorul unor metode de lucru adecvate.

Toate deciziile trebuie să se încadreze în strategia de evoluție a firmei. Dacă între obiectivele pe care întreprinderea și le-a propus și situația

⁴²Onofrei M. – Management financiar, Ed. C.H. Beck, București, 2006, p7

concretă, din momentul fundamentării deciziei, sunt nerealizări, atunci viitoare acțiuni trebuie să ia în calcul și eventualele recuperări. Acest fapt presupune evaluarea consecințelor financiare asupra evoluției viitoare a întreprinderii, cu deosebire privind dimensiunea capitalului necesar, costul acestuia, fiabilitatea fondului de rulment, rentabilitatea și mărimea datoriilor curente.

Recuperarea nerealizărilor este luată în calcul, doar atunci când acestea pot avea o influență negativă asupra situației economico-financiare a întreprinderii. Un parametru extrem de important în procesul de fundamentare a deciziilor financiare îl constituie capacitatea firmei de a accesa resurse suplimentare față de cele de care dispune deja. Apelarea la noi resurse de capital trebuie asociată cu performanța financiară, pornind de la costul procurării acestora și finalizând cu randamentul utilizării lor.

Multitudinea deciziilor financiare fundamentale la nivel microeconomic face dificilă clarificarea lor. Un criteriu pe care îl considerăm rațional, clasifică deciziile financiare ale întreprinderii după natura problemelor de rezolvat și soluția de aplicat în:⁴³

- Decizii financiare de rutină care au în vedere problemele de rezolvat – bine definite – și pentru care există o soluție alternativă cunoscută. În această categorie se includ deciziile privind calcularea amortizării, a impozitelor și taxelor datorate bugetelor, a salariilor, etc.;
- Decizii financiare adaptative care au un spectru mai larg, sunt mai complexe și se caracterizează prin aceea că presupun un grad de incertitudine în privința fenomenelor ce se prefigurează a avea loc în viitor. Natura acestui gen de decizii se referă la faptul că problema este oarecum

⁴³Trenca I. – Fundamente ale managementului financiar, Ed. Casa Cărții de Știință, Cluj-Napoca, 2007, p95

cunoscută din experiențele anterioare lucru care oferă o soluție alternativă corespunzătoare, despre care se știe că a oferit rezultate, însă în care se lucrează cu noi parametri. Aceste decizii sunt fundamentate în contextul diferitelor planuri sau programe financiare și privesc planificarea cifrei de afaceri, a costurilor, a profitului, a creditelor bancare, a trezoreriei, etc.;

- Decizii financiare inovative sunt cele mai dificile și sunt legate de realizarea obiectivelor strategice. Acestea sunt decizii unice, deoarece implică o problemă care nu a mai fost întâlnită și pentru a cărei rezolvare este necesară o soluție aparte. În această grupă se includ deciziile de investiție, cu deosebire a celor pentru proiecte abandonabile sau pentru proiecte care se exclud reciproc.

Între deciziile financiare și cele economice există o întrepătrundere și determinare permanentă, de unde și capacitatea gestionarului financiar al întreprinderii de a influența comportamentul tuturor componentelor activității acesteia în vederea realizării obiectivelor organizaționale în condiții de eficiență sporită. Deciziile financiare, cu deosebire cele de influențare, devin și acționează ca un factor de eficiență în cadrul mecanismului întreprinderii, fiind esențiale pentru definirea evoluției firmei și a poziției sale pe piață.

Deciziile privind capitalul fix se referă la procurarea și întreținerea aparatului tehnologic al întreprinderii, ele având în principal o puternică tentă economică. Gestiunea financiară urmărește prin aceste decizii finalitatea plasamentelor de capital făcute în astfel de active, randamentul financiar al utilizării lor precum și profitul obținabil. În acest fel, ele devin în mod implicit și decizii financiare. Orice acțiune în domeniul procurării și utilizării capitalului fix, orice proiect investițional este absolut necesar să fie

validat și prin prisma criteriilor de eficiență financiară: profit, valoare actualizată netă, rată internă de randament.

Importanța acestor decizii este dată de faptul că ele se referă la modul concret de folosire a capitalului concretizat în activele imobilizante ale întreprinderii, fără de care ea nu poate exista și funcționa. Ele privesc potențialul întreprinderii ca element ce dă dimensiunea ieșirilor din sistem și definește capacitatea acesteia de a crea utilitățile, cerute de piață, în condiții de profitabilitate.

Deciziile referitoare la capitalul circulant privesc dimensiunea și modul de utilizare a valorilor de exploatare, a valorilor realizabile pe termen scurt și a lichidităților întreprinderii. Ele vizează activele circulante menite să asigure continuitatea procesului productiv, adică nevoia minimă, și deci plasamentul minim de capital necesar.

Caracteristica principală a acestor decizii este dată de faptul că ele se află într-o permanentă opoziție cu decizia economică și/sau tehnică, promovată de alte compartimente ale întreprinderii. Aceste decizii privesc și asigurarea trezoreriei și a echilibrului financiar pe termen scurt al firmei.

Deciziile referitoare la finanțarea pe termen mediu și lung sunt decizii care vizează supraviețuirea întreprinderii prin prisma solvabilității, a echilibrului financiar pe termen lung. Acestea sunt decizii cu tentă pur financiară și au implicații majore asupra gestiunii întreprinderii pe linia definirii și înlăptuirii strategii sale de piață. Ea este un factor important de creștere a eficienței, deoarece vizează oportunitatea procurării capitalului, costul acestuia, elemente care sunt în strânsă legătură cu performanțele sale financiare care permit sau nu accesul firmei la resursele oferite de piața de capital.

Aceste decizii privesc structura financiară a firmei, politicile de îndatorare, cele de distribuire a profitului și dividendelor de credit client și furnizor, motiv pentru care ele reprezintă expresia credibilității pe care întreprinderea o promovează în fața terților, în acțiunile pe care le desfășurează pe piață.

Principiul fundamental de care trebuie să se țină seama în fundamentarea deciziilor de finanțare pe termen lung este cel al echivalenței cronologice. Orice plasament de capital în active trebuie finanțat pe seama unor resurse a cărei durată de exigibilitate trebuie să fie egală cu durata de existență a plasamentului sau a timpului necesar revenirii lui la starea inițială, lichidă pe care a avut-o înainte de efectuarea investiției.

2.2. Cadrul obiectiv de fundamentare a deciziilor privind capitalurile întreprinderii

În optică economică întreprinderea sau firma este o formă de organizare autonomă, care reunește resurse materiale, umane și financiare, combinându-le în modul cel mai eficient, în scopul producerii de bunuri și servicii destinate să fie vândute pe piață în vederea satisfacerii nevoilor clienților săi și a obține un profit, sau ca o organizație însărcinată să producă bunuri și/sau servicii. Noțiunea de întreprindere este sinonimă cu cea de firmă; în economia de piață, firma sau întreprinderea este agentul economic fundamental.⁴⁴

⁴⁴Maschesnay M. – Economie d'entreprise, Eyrolles, Paris, 1991, p.16

În această viziune, firma sau întreprinderea este sursa principală de creare a bogăției unei națiuni, și ca urmare, constituie elementul central al analizei economice.

În țara noastră întreprinderile sunt organizate ca societăți comerciale sau regii autonome cu implicații în ceea ce privește înfăptuirea gestiunii financiare a lor. Întreprinderile industriale constituie categoria cea mai reprezentativă în ceea ce privește manifestarea, în general, a caracteristicilor întreprinderii:

- dispune de un volum important de capitaluri concretizat în mașini, utilaje, instalații, materii prime, mijloace bănești, etc. ;
- realizează cea mai diversă ofertă de produse și servicii consumatorilor;
- valoarea adăugată creată în aceste firme oferă o bună remunerare factorilor de producție implicați în activitatea acesteia.

Caracterul reprezentativ al acestei categorii de întreprinderi face ca preocupările teoreticienilor și practicienilor economiști în privința constituirii și utilizării capitalurilor în condiții de eficiență să fie realizate pe exemplul lor. În acest fel, concluziile desprinse, din teoriile vizând această problematică, au un caracter de largă aplicabilitate.

Cercetările întreprinse în această lucrare își propun studierea eficienței proceselor de constituire și utilizare a capitalurilor firmelor ce își desfășoară activitatea în industrie.

Necesitatea activității economice este determinată de faptul că oamenii au nevoi ce trebuiesc satisfăcute pentru a putea trăi. Aceste nevoi, cel puțin în contextul actual, par a fi nelimitate în cantitate și în calitate.

Ca unitate de producție, firma reprezintă un agent economic a cărui funcție principală este producerea de bunuri și servicii destinate vânzării pe piață pentru a satisface necesitățile consumatorilor sub aspect cantitativ, calitativ și ca nivel de preț.

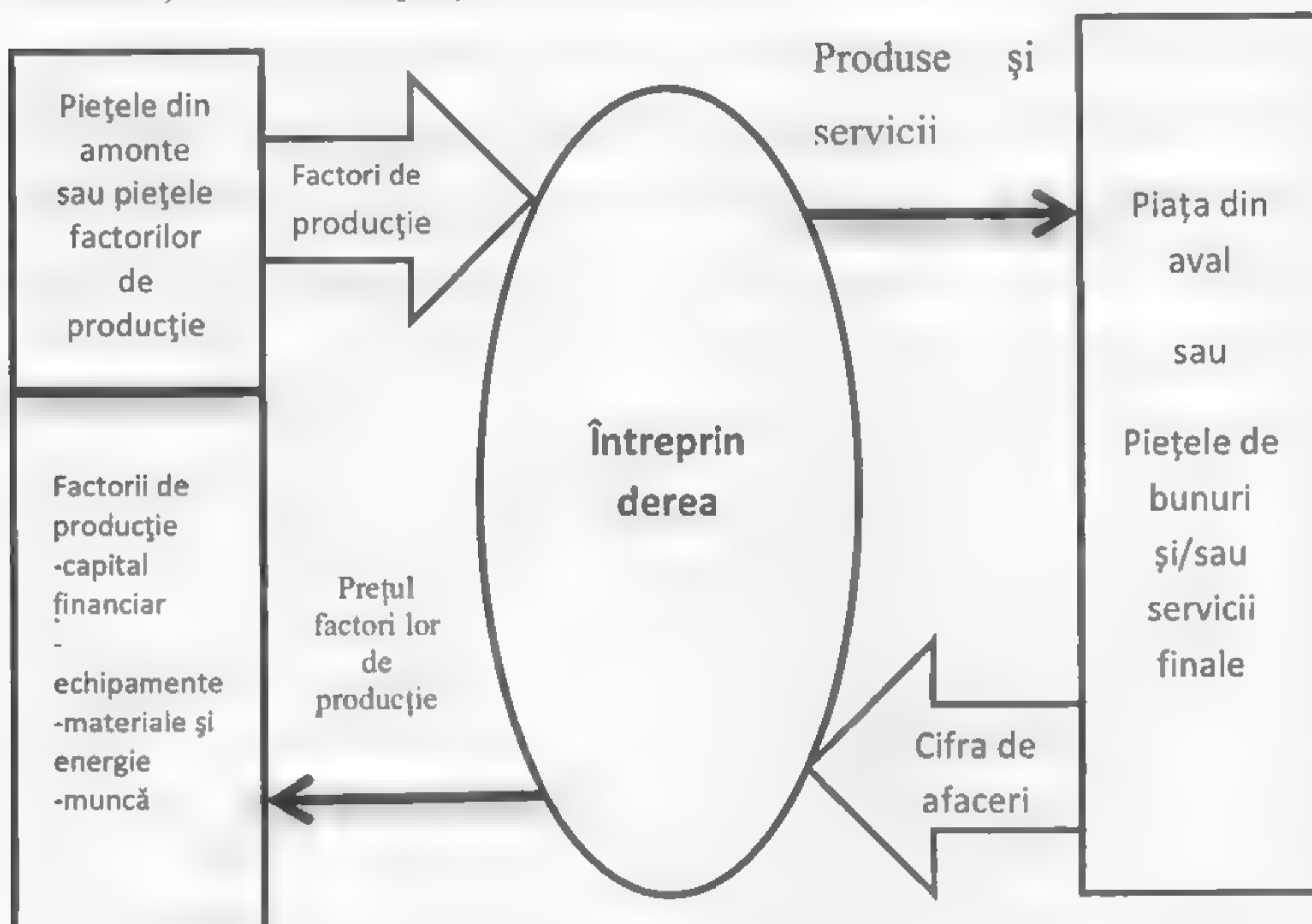


Fig. 3 Fluxuri ale întreprinderii cu mediul economic

În vederea realizării de bunuri și servicii întreprinderea are nevoie de factori de producție (forță de muncă, mașini, utilaje, instalații, materii prime, energie, etc.) pe care le procură de pe piețele din amonte. De asemenea, ea are nevoie de informații, brevete de fabricație și comercializare. Produsele și/sau serviciile realizate sunt vândute pe piețele din aval, pe piețele de bunuri și servicii finale. (fig. 3)

Operațiunile de cumpărare precum și cele de vânzare pe care le realizează întreprinderea pe cele două categorii de piețe au ca efect o

distribuire a veniturilor între agenții economici. Datorită acestui fapt, firma, ca unitate economică de producție este și un agent de repartitie a veniturilor.

Vânzându-și producția pe piețele din aval, întreprinderea realizează valoarea pe care a creat-o prin transformarea materiilor prime și a produselor semifabricate, cu ajutorul muncii, în produse finite.

O parte a valorii adăugate creată este repartizată de întreprindere altor agenți economici, constituind veniturile acestora. Principalele fluxuri bănești prin care se înfăptuiește repartitia primară a valorii adăugate creată de întreprindere sunt redată în figura 4.

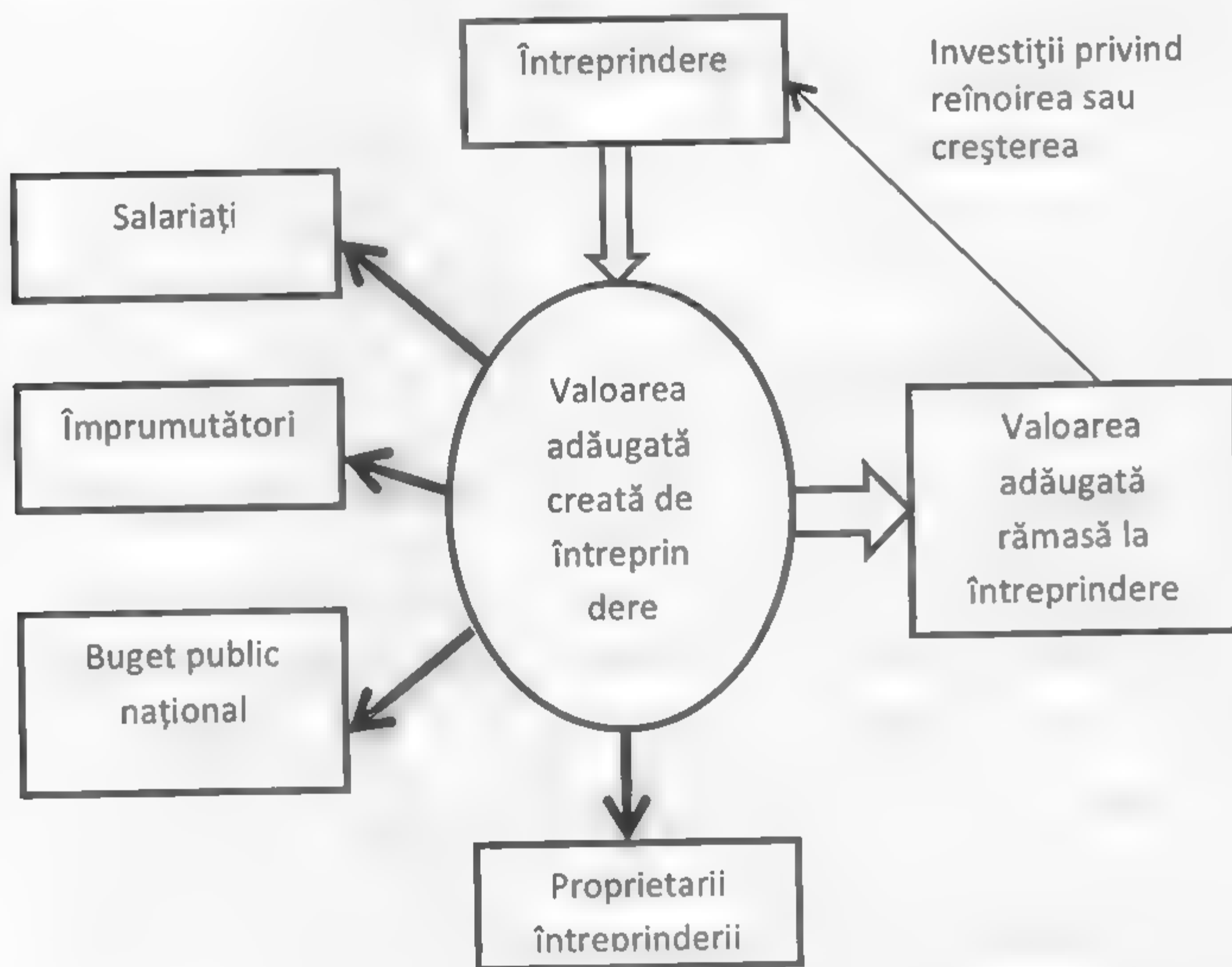


Fig.4 Repartitia primară a valorii adăugate

Veniturile distribuite de întreprindere constituie pentru beneficiari venituri primare, care vor suferi prelevări obligatorii și completări pe seama veniturilor sociale.

Mișcarea bunurilor și banilor, intermediată de procesele de transformare este reprezentată sub forma fluxurilor. Aprovizionarea cu materii prime, transformarea lor în produse finite, apoi vânzarea reprezintă fluxurile reale denumite și fluxuri materiale.

Printre activele firmei există un bun de o natură particulară, moneda. Aceasta permite achiziționarea mijloacelor necesare producției și încasarea produselor livrate, ceea ce antrenează o multitudine de fluxuri financiare redate sintetic în figura nr. 5.



Fig. 5 Fluxuri reale și fluxuri financiare

În mod deosebit, activitatea de schimb generează viața financiară a întreprinderii. De această activitate depinde derularea procesului economic, evoluția volumului producției și compoziția fondurilor (capitalurilor). Cunoașterea rețelelor de fluxuri reale (materiale) și financiare permite analiza procesului de constituire și utilizare a fondurilor (capitalurilor) întreprinderii.

Schimburile sunt realizate prin intermediul banilor, iar fluxurile reale de intrare de bunuri și servicii le corespund fluxuri financiare de ieșire și invers.⁴⁵

⁴⁵ Conso P. – La gestion financier de l'entreprise, Dunod, Paris, 1989, p.6-7

Fluxurile financiare pot fi dependente (de contra parte) și fluxuri financiare autonome. Fluxurile financiare dependente sunt o reflectare a fluxurilor reale prealabile. Această dependență poate fi imediată sau decalată în timp. Fluxurile financiare imediate presupun existența în același timp a unui bun fizic la un agent economic și a unei sume de bani corespondentă la agentul economic partener și substituirea reciprocă și simultană a celor două bunuri economice. Fluxul financiar decalat presupune existența unei marje temporale între rezultatele fluxului real și cele ale fluxului financiar. Fluxurile financiare autonome rezultă din operațiuni de împrumut care determină apariția bunurilor financiare.

Măsurarea fluxurilor reale este posibilă pe baza unei evaluări în termeni bănești, iar nivelul lor cantitativ și calitativ evoluează și sub influența derulării fluxurilor financiar - bănești în care se află implicată întreprinderea.

Premizele obiective ale exercitării prin intermediul finanțelor a unei influențe pozitive asupra întregului proces economic sunt evidențiate de faptul că orice activitate, îndeosebi cu caracter economic, include și o latură financiară, iar rezultatele ce se obțin pot fi și trebuie apreciate și din punct de vedere financiar.

Dimensiunea fluxului financiar se evidentiază după ce se compară solicitările cu sursele de potențial ale întreprinderii. Solicitățile de potențial sunt formate din cerințele omului, întreprinderii și societății precum și ale mediului înconjurător, la care se adugă necesarul de export. În fapt solicitările de potențial semnifică consumul pe care întreprinderea îl are pentru a acoperi cerințele pieței.

Sursele de potențial sunt formate de mediul înconjurător, societate, producția de produse și servicii, rezervele și importul.

Echilibrarea consumului cu sursele de potențial se realizează prin intermediul repartiției, care, îmbracă și forma financiară. Repartiția trebuie privită în corelație permanentă cu celelalte procese în care este angrenat sistemul bio-social al întreprinderii. Explicarea procesului și a activității de repartitie trece și prin conținutul celorlalte procese. La randul lor, acestea nu pot să fie înțelese și nu pot să se desfășoare fără procesul de repartitie (fig. nr. 6).

Repartiția recepționează solicitările consumului (c) pe care le analizează critic pe baza unui principiu regulator. Din această analiză se naște o conexiune de reglare a consumului $\pm\Delta c$ iar după această corecție solicitarea consumului este "lăsată" să treacă spre sursele de potențial.

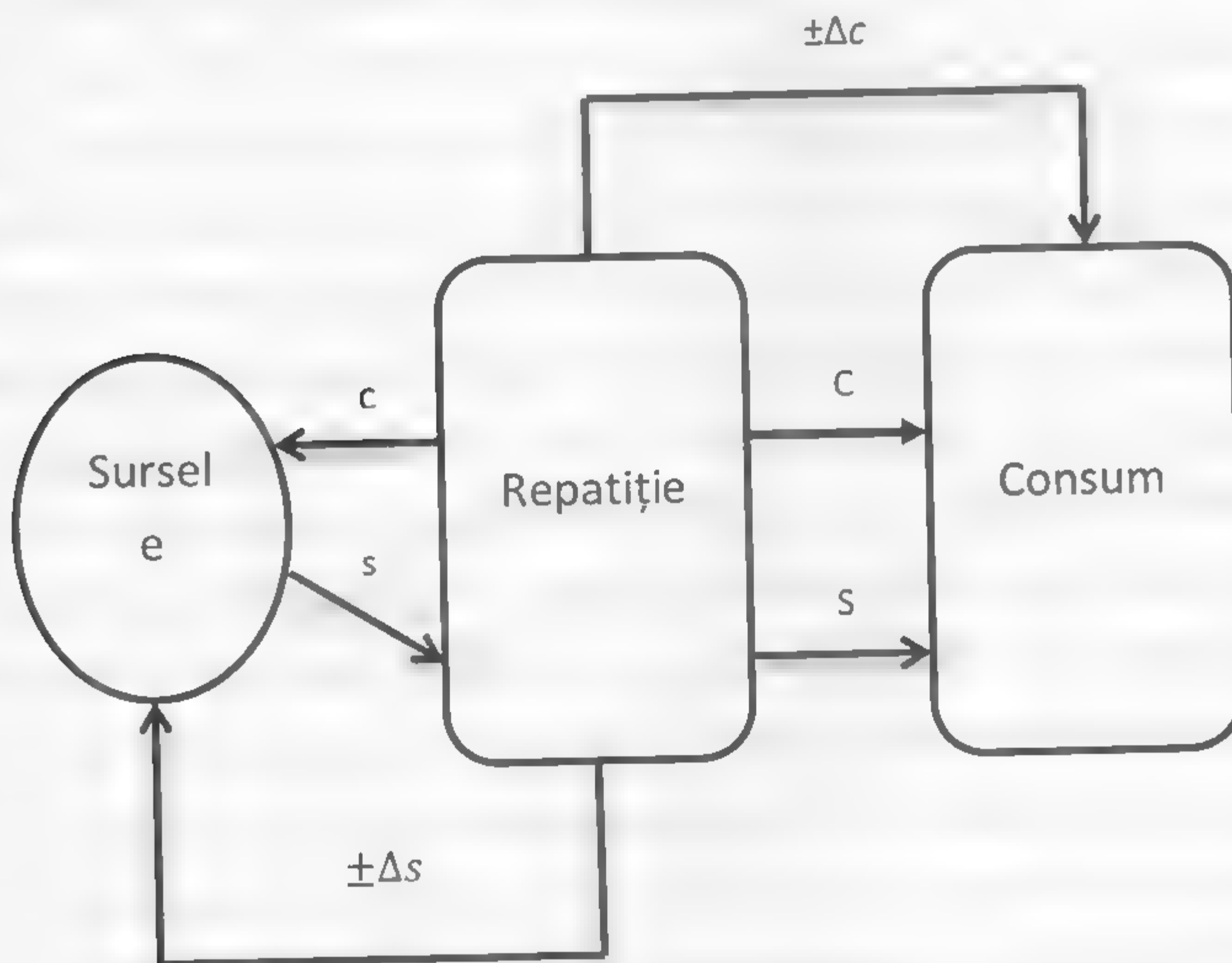


Fig. nr.6 Rolul repartiției în echilibrarea surselor și a consumului

Repartiția "cenzurează" și sursele de potențial, acestea fiind analizate pe baza unui principiu regulator foarte sever. Conexiunea $\pm\Delta s$ are misiunea de corelare cantitativă, calitativă și structurală a surselor curente și a importurilor de potențial. Corectarea are misiunea de a satisface mai bine consumul, dar și de a pregăti procesele de producție viitoare, dependente de amploarea, calitatea și structura consumului curent. Reglarea solicitărilor se realizează urmărindu-se ca nivelul și structura lor să fie în concordanță cu volumul și structura resurselor de potențial, atât în perioada curentă, dar mai ales în perioada viitoare.

Adaptarea prin intermediul repartiției a volumului și structurii resurselor de potențial la cerințele viitoare este impusă de continua modelare a activității întreprinderii la solicitările în permanentă transformare ale pieții. Astfel acele structuri de producție care nu corespund cerințelor pieții vor fi asigurate cu fonduri în scădere, în timp ce acele sectoare care au o perspectivă certă vor dispune de fonduri peste contribuția lor curentă. Dacă repartiția are drept criteriu al măririi și structurii resurselor, contribuția în perioada curentă, atunci aceasta are un caracter economic. Acest caracter rezultă deoarece se utilizează ca regulă de repartiție egalitatea dintre efortul făcut de solicitant și valoarea realizată de acesta. Dacă repartiția are în vedere și contribuția viitoare a solicitantului de potențial valoare, atunci ea capătă un caracter financiar. Observarea activității concrete reliefează interacțiunea permanentă a factorilor economici și financiari, iar cei din urmă deși, în principiu, determinați de cei dintâi îi influențează, direct sau indirect, pe aceștia și într-un anumit sens îi pot chiar condiționa atât sub aspectul posibilităților de a produce, cât și sub cel al dimensiunilor la care se manifestă.

Formarea, refacerea, dezvoltarea sau perfecționarea elementelor sistemului întreprindere se rezolvă printr-o repartiție de tip financiar. Tot financiară este și repartiția care rezolvă solicitările bugetului public național.

Întreprinderea poate utiliza și un alt tip de repartiție, creditarea, atunci când posesorii de drept ai valorii repartizate economic și financiar sunt deposezați temporar de valoarea aflată în administrarea lor, în schimbul unui venit (dobândă), care se încredințează tot temporar altor agenți economici în vederea transformării și conservării în noi bunuri.

În întreprindere au loc procese de transformare și conservare a valorii și de creare a ei, deoarece factorii implicați în aceste procese conțin ei înșiși valoare. Potențialul supus transformărilor este atras din mediul înconjurător și din societate, fiind la rândul-i rezultat al unor procese anterioare de producție sau consum. Procesele de transformare sunt în fapt procese de producție în urma cărora, valoarea reală a produselor obținute depinde de calitatea actelor de transformare, verificată prin proporția în care sursele de potențial, care intră în aceste procese, se regăsește în valoarea produselor rezultate. Deci, în procesul de consum, elementele structurii economice a întreprinderii acumulează valoare, pe care urmează să o cedeze într-o anumită proporție prin procesul de producție și care se regăsește sub formă de bunuri. Procesele reale (de producție) au rolul de a transforma valoarea conținută de bunurile implicate în aceste procese. Fiind vorba de valoare, măsurarea ei, în domeniu financiar, urmează calea măsurării valorii în economie și anume cu ajutorul etalonului bănesc. Etalonul bănesc dă o formă vizibilă valorii ce se repartizează în întreprindere, respectiv sub forma prețului. În acest fel valoarea surselor de potențial ia o dimensiune cantitativă exprimată prin mărimea fondurilor repartizate întreprinderii

pentru activitatea economică. Pe parcursul procesului de prelucrare, variația valorii este la rândul ei exprimată cu ajutorul etalonului bănesc, reflectând în fapt procesul de consumare a fondurilor întreprinderii. Fondurile financiare sau economice provenite din repartiție determină nivelul fluxurilor bănești. Prin utilizarea banilor, persoanele beneficiare ale repartiției intră în posesia bunurilor la nivelul valoric al fondurilor repartizate. Schimbul confirmă dimensiunea efectivă a valorii pe care repartiția o distribuie.

Înființarea întreprinderii producătoare de bunuri, sub presiunea necesităților de piață presupune decizia creării capacității de producție, iar acest fapt înseamnă declanșarea unui proces de consum. În urma acestuia, valori create în procese anterioare, sunt astfel organizate, încât prin procesele de transformare să rezulte alte valori concretizate în bunuri și servicii destinate pieții.

În cazul întreprinderilor în funcțiune, operațiunea de "refacere" se impune permanent, deoarece după fiecare proces de producție, elementele sale ies "slăbite" prin cedarea unei părți mai mari sau mai mici din potențialul acumulat anterior. Potențialul cedat sub formă de servicii intră în compoziția valorică a produselor, de aceea, reluarea unui nou proces de producție nu este posibilă fără o nouă "aprovizionare" cu valoare prin intermediul unui nou proces de consum.

Fără a diferi prea mult de acțiunea de înființare, dezvoltarea presupune o adaptare cantitativă și calitativă la evoluția cererii de piață. În unele cazuri dezvoltarea solicită și reprofilarea, schimbarea de structură sau modernizarea întreprinderii. Toate aceste operațiuni sunt realizabile tot printr-un proces de consum.

Deci, sistemul biosocial al întreprinderii trebuie să între periodic într-un proces de consum pentru a-și forma, reface sau dezvolta

componentele sale materiale. Procesul de consum solicitat de structura întreprinderii presupune în mod obiectiv un proces de repartitie financiară. Această repartitie dirijează spre consumul respectiv valoarea conservată în produse și servicii.

Necesitatea existenței la nivel de întreprindere a unui proces de consum fundamentează organizarea obligatorie a repartiției financiare între sursele de fonduri și respectivul proces de consum. Odată pregătită, structura de producție intră într-un nou proces de producție. Dirijarea de potențial natural și economic pentru transformarea și conservarea în produse solicită, de asemenea, existența repartiției financiare între sursele de potențial (structura de producție, mediul natural, societatea) și locuri muncă. De această repartitie depinde funcționarea corectă a factorilor de producție (a serviciilor conservate în procesul de consum) precum și mărimea rezultatelor financiare.

În concluzie, desfășurarea procesului de producție solicită în mod obiectiv activitatea de repartitie financiară între sursele de potențial (valoarea) și respectivul proces de producție.

Repartiția financiară este cerută și de procesele care au loc în societate și în mediul natural.

Amploarea repartiției financiare este determinată de totalitatea legăturilor de repartitie din întreprindere precum și a celor care privesc legăturile firmei cu economia națională precum și cu cea mondială.

Conținutul repartiției financiare poate fi pusă în evidență analizând cauzele care pun întreprinderea în stare de repartitie.

Evidențierea dimensiunii (a cantității) cât și a conținutului (a calității) repartiției se poate face dacă parcurgem succesiv starea de consum, iar apoi cea de producție.

În starea de consum se stabilesc legături spre interiorul întreprinderii privitor la structura factorilor de producție de care trebuie să dispună acesta, astfel încât să-și poată realiza obiectivele sale în cele mai bune condiții. Aceste legături au ca punct de plecare societatea și mediu și se referă la mărimea valorilor de care va dispune întreprinderea, concretizate în active imobilizate, circulante și muncă, precum și ponderea fiecărei valori în total, astfel încât procesul de producție să se desfășoare normal și în condiții de eficiență. În acest caz aspectele cantitative, adică mărimea fondurilor se împletesc cu cele calitative, ce privesc proporțiile în care trebuiesc combinați factorii de producție (activele imobilizate, circulante, muncă) utilizați în întreprindere.

În starea de producție, sistemul de legături privește modul în care necesitățile pieței determină o anumită organizare a procesului de exploatare, respectiv aprovizionarea cu anumite cantități de materii prime, energie, etc., desfășurarea la timp și în condițiile unui consum minim necesar de mijloace în vederea obținerii cantităților și a sortimentelor de produse solicitate de piață. Astfel, fondurile firmei se consumă în anumite "cantități" determinate de asigurarea derulării normale a proceselor reale, așa încât să realizeze anumite relații între mărimea valorii destinată producției și valoarea obținută în producție și recunoscută pe piață. Deci și în starea de producție, elementele cantitative se îmbină cu cele calitative.

Determinările cantitative precum și cele calitative ale proceselor de consum și de "producție fac parte din universul financiar" al întreprinderii și au caracter obiectiv deoarece legăturile de repartiție sunt determinate de procesele tehnice, economice și sociale din întreprindere la care se adaugă și de cele care privesc încadrarea acesteia în ansamblul economiei naționale.

Aspectele cantitative ale repartiției exprimă legăturile cuantificabile ale acesteia cu producția, schimbul și producția.

Activitatea financiară are în vedere mecanismul concret de conducere, organizare și desfășurarea activităților legate de cunoașterea și realizarea cerințelor cantitative și calitative ale universului financiar și exprimă latura subiectivă a repartiției financiare. Înfăptuirea activității financiare presupune cunoașterea laturilor cantitative și calitative ale schimbului și producției. Dacă organizarea și desfășurarea activității financiare nu se bazează pe cunoașterea raporturilor de repartiție financiară, care au un caracter obiectiv, ea nu le va putea cuprinde în totalitate, ceea ce va genera efecte negative și pentru procesele economice și sociale din întreprindere. Ca atare, fundamentarea și aplicarea deciziilor financiare - ca modalități concrete de realizare a activității financiare - trebuie să asigure concordanța dintre latura subiectivă și cea obiectiv calitativă a fenomenului financiar. Selectarea judicioasă a nevoilor de consum și a variantelor în care ele pot fi satisfăcute - având în vedere desfășurarea normală și a celorlalte faze ale reproducerii - concretizează o importantă latură a optimizării întregii activități, cu profunde implicații asupra gradului de eficiență ce se realizează în folosirea resurselor. Activitatea financiară, în domeniul repartiției se referă la acțiuni de organizare și conducere, urmare a informațiilor percepute din universul financiar al întreprinderii.

O primă acțiune se referă la stabilirea metodologiei cu ajutorul căreia se va urmări respectarea sensului repartiției, principiile acesteia, interesele celor angajați în repartiția respectivă. Sursele de date provenite din universul financiar al întreprinderii sunt de tip calitativ și se referă la legile, hotărârile guvernamentale sau rezultatele unor cercetări științifice

În continuare se stabilește o dimensiune cantitativă a repartiției prin măsurarea valorii (a potențialului) care se îndreaptă spre procesul de consum. Potențialul este reprezentat de veniturile financiare din activitatea proprie precum și cele din afara întreprinderii, la care se adaugă valoarea conservată în structura întreprinderii și destinată consumului în afara firmei sub forma obligațiilor financiare. Dimensiunea repartiției financiare către procesul de producție este tot de tip cantitativ și se referă la valoarea îndreptată către acest proces care în sens financiar ia forma plăților pentru furnizorii de servicii.

Măsurarea valorii efectiv conservate în produse și recunoscută pe piață de ceilalți parteneri la mecanismul obținerii valorii se face prin încasările obținute din valorificarea produselor, precum și din alte surse. Eficiența proceselor care beneficiază de valoarea adusă prin intermediul repartiției este calculată cu ajutorul unor indicatori. În cazul consumului acesta este redată prin indicatori care raportează un efect viitor, profitul sau serviciile care se vor transforma în profit, la efortul prezent exprimat sub forma valorii conservate în structura de producție. În cazul producției, eficiența se determină raportând efectul curent la efortul din perioada curentă sau anterioară.

În final se fundamentează decizia financiară privind consumul. Această decizie aduce valoarea către consum, trecând procesul prin filiera ce dimensionează eficiența operației. Dacă nivelul eficienței este satisfăcător, decizia este adoptată iar consumul va fi realizat fapt ce înseamnă că valoarea repartizată financiar va fi conservată în capacitatea de a face servicii a structurii de producție a întreprinderii. Decizia financiară privind producția aduce valoare sub formă de servicii către procesul de exploatare. Și în acest caz pe traseul repartiției se interpun indicatorii de

eficiență care dacă sunt satisfăcători vor permite trecerea valorii spre procesul transformator, sau în situația opusă vor opri acest circuit.

Acțiunile de decizie financiară prin care se asigură alegerea și realizarea nivelului optim al repartiției financiare, pe baza cunoașterii și influențării consumului și producției, reprezintă contribuția specifică a activității financiare la creșterea calității activității întreprinderii.

Particularitățile prin care se manifestă operațiile de constituire și repartizare a capitalurilor întreprinderii pentru procesul de consum și pentru cel de producție determină existența unor cicluri diferite: ciclul de investiție, ciclul de exploatare, ciclul operațiilor financiare propriu - zise.

În cadrul ciclului de investiție se fundamentează cea mai importantă și cea mai complexă decizie financiară a întreprinderii. Importantă pentru că angajează capitalurile imediat, pentru ca acestea să genereze venituri în viitor, iar acest angajament condiționează activitatea și succesul întreprinderii. Decizia este complexă deoarece pe de o parte ea trebuie să țină cont de evenimentele situate în viitor și deci, incerte, iar pe de altă parte, problema financiară comportă aspecte tehnice, organizatorice și umane.

În acest ciclu se formează capacitatea inițială a întreprinderii. Amploarea procesului investițional depinde de o serie de factori obiectivi precum:

- mărimea cererii de active imobilizate de către viitorul proces de producție. Această cerere trebuie să asigure capacitatea întreprinderii de a produce astfel încât solicitările pieței să fie mai bine satisfăcute, ca volum și structură a ofertei. O problemă deosebit de important în abordarea necesităților de capitaluri pentru investiții se referă la mărimea raportului între activele imobilizate și cele circulante. Un criteriu viabil de optimizare

a acestui raport de natură să asigure folosirea extensivă și intensivă a activelor imobilizate cu stocuri minime, dar suficiente pentru desfășurarea continuă a ciclului de exploatare. Considerăm că opinia exprimă un deziderat, neoferind elemente concrete de aplicare privind nivelul cantitativ, valoric și tehnic al mijloacelor și serviciilor angajate în construirea de active imobilizate, la data începerii ciclului investițional care să satisfacă criteriul menționat.

Structura internă a activelor imobilizate depinde de profilul întreprinderii și gama de servicii tip active imobilizate care este necesară procesului concret de producție. Volumul total de active imobilizate dintr-o întreprindere depinde de amplitudinea capacității de producție pe care o solicită piața produselor ce se fac cu ajutorul activelor imobilizate.

La factorii obiectivi menționați se pot adăuga și unii subiectivi, precum calitatea, calificarea și disciplina în activitatea de proiectare a activelor imobilizate.

Constituirea fondurilor pentru investiții privește alegerea unei politici de îndatorare, adică a unei structuri financiare axate pe raportul dintre datorii și capitaluri proprii într-o variantă optimă, iar compoziția datoriilor trebuie să asigure un raport optim între finanțările pe termen scurt și cele pe termen lung.⁴⁶

În abordarea proceselor de utilizare a fondurilor de investiții trebuie menționat faptul că fluxurile financiare de ieșire (cheltuielile) se realizează în perioada curentă, în timp ce fluxurile de intrare (veniturile) se obțin într-o perioadă viitoare. Pentru asigurarea comparabilității efortului cu efectul sunt folosite metode specifice ciclului de investiții, între care cele clasice sunt bazate pe actualizare, iar cele moderne iau în calcul deprecierea banilor.

⁴⁶Solnik B. – Gestion financière, Nathan, Paris, 1988, p.113

După intrarea în funcțiune a întreprinderii, urmare a exploatării ei se crează necesitatea unor investiții menite să înlocuiască mijloacele imobilizate care și-au pierdut calitățile productive. Între factorii obiectivi care determină constituirea fondului de investiții pentru înlocuirea activelor imobilizate se pot distinge:

- factori specifici proceselor de producție (erodare, frecare, etc), care se manifestă sub forma uzurii fizice și care produce un transfer de valoare către produsele fabricate;
- factori specifici proceselor din natură (umiditate, aciditate, etc.) care atacă substanța mijloacelor imobilizate, indiferent dacă acestea sunt sau nu utilizate, în urma acțiunii cărora valoarea se pierde în mediul înconjurător;
- factori specifici proceselor din societate, precum progresul tehnic, schimbarea cererii pe piață etc., care au ca efect uzura morală, în urma căreia mijloacele imobilizate pierd o parte din propria valoare care se risipește în mediul extern .

Factorii de natură subiectivă care amplifică nevoia de capitaluri pentru investiții sunt: slaba organizare a muncii, utilizarea necorespunzătoare a mijloacelor imobilizate, deteriorarea voită sau neglijență lor, toți având drept consecință amplificarea uzurii.

Al doilea ciclu care determină constituirea și utilizarea capitalurilor întreprinderii este ciclul de exploatare, incluzând durata desfășurării procesului de producție, precum și durata schimbului. Ciclul de exploatare este o informație fundamentală întreprinderii. Forma sa, natura sa, caracteristicile sale sunt legate în modul cel mai strâns de specificul activității întreprinderii. Ciclul de exploatare se caracterizează pentru fiecare întreprindere:

- printr-o anumită durată a parcursului, de la materii prime, până la vânzarea produsului finit,
- printr-un oarecare ritm de acumulare progresivă a cheltuielilor de fabricație,
- printr-un volum de producție. El se compune din ciclul de producție la care se adaugă durata aferentă schimburilor. La rândul său ciclul de producție însumează trei faze specifice: a stocajului materiilor prime, a perioadei de fabricație a produselor și a stocajului produselor finite.

Toate componentele ciclului de exploatare cu factorii ce condiționează realizarea proceselor reale corespunzătoare repercutează asupra nevoilor de capital și condițiilor de constituire - utilizare a fondurilor financiare ale întreprinderii.

Caracterul continuu al fluxului producției și vânzării are drept consecință faptul că întreprinderea trebuie să posede în permanență un stoc constant cu acoperire bănească adecvată, corespunzător volumului de activitate desfășurată de aceasta. Stocul de materii prime a cărui volum este egal cu consumul lunar, multiplicat de numărul de luni de staționare, se alimentează cu ajutorul fluxului de cumpărări de materii prime și se consumă prin fluxurile de intrare în fabricație.

Stocurile de producție neterminată se refac continuu prin intrările de materii prime precum și prin fluxul de cheltuieli de fabricație care sporesc în funcție de operațiile corespunzătoare staționărilor datorate prelucrărilor. Ieșirile din ciclul de fabricație reprezintă premiza pentru desfășurarea fluxurilor privind vânzările.

Evoluția stocurilor se realizează după principiul conform căruia variația volumului lor în cursul unei perioade determinate este egală diferenței fluxurilor de intrare și de ieșire din cursul acestei perioade.

Capitalurile pentru activitatea de exploatare privesc și finanțarea acelor cheltuieli ce trebuie efectuate în perioada în care întreprinderea apare în ipostaza de creditor față de clienții săi.

Factorii obiectivi care determină mărimea capitalurilor angajate în ciclul de exploatare sunt în principal:

- capacitatea de producție rezultată din proiectul tehnic,
- capacitatea efectivă cerută de piață,
- consumul specific pe produs, ca o consecință a progresului tehnic, tehnologic și de calificare introdus în structura inițială a întreprinderii,
- evoluția prețurilor.

La aceștia trebuie adăugați și alți factori obiectivi, care în cursul procesului de producție acționează asupra activelor circulante, influențând consumul fondurilor și deci necesitatea reconstituirii lor cum sunt:

- transferul de valoare în componența produselor la nivelul permis de tehnică, tehnologie, calificarea muncii;
- factorii naturali care atacă însușirile fizice și chimice ale materiilor prime sau ale produselor deja fabricate;
- factorii economici care contribuie la uzura morală a unor materiale sau a produselor care se fabrică din aceste materiale.

Sunt și factori subiectivi ale căror acțiuni au aceleași consecințe ca și în cazul celor obiectivi. Dintre aceștia se remarcă: deficiențele organizatorice în activitățile din întreprindere, cele din sistemul bancar sau cele legate de neglijențe ale celor angajați în activitatea de exploatare.

Amploarea influenței acestor factori duce la epuizarea activelor circulante, cu efecte favorabile producției, dacă valoarea trece în produse, sau în efecte nefavorabile, dacă valoarea se pierde în mediu ca deșeuri, rebuturi, materiale degradate etc. Cu cât aceste pierderi sunt mai mari, cu atât necesitățile privind constituirea fondurilor pentru activitatea de exploatare sporesc.

Alături de soluțiile privind mobilizarea resurselor financiare, opțiunile asupra modalităților de constituire a capitalurilor întreprinderii, pot avea consecințe favorabile asupra eficienței ce se realizează.

Repartiția financiară care asigură realizarea procesului de consum precum și cel de producție înseamnă, datorită utilizării monedei în consumarea valorii afectate în cele două procese precum și a faptului că valoarea este concretizată într-o diversitate de bunuri utilizate într-o activitate economică, înfăptuirea procesului de constituire și utilizare a fondurilor întreprinderii.

Eficiența procesului de constituire a capitalurilor, indiferent dacă acestea sunt destinate cererii unei întreprinderi sau exploatării acesteia, se poate realiza prin folosirea unor metode și tehnici adecvate obiectivelor propuse. Acestea se referă în principal la trei aspecte:

- în primul rând, dimensionarea optimă, pe baze științifice a fondurilor financiare, urmărind minimizarea nivelelor lor în concordanță cu nevoile reale;
- în al doilea rând, alegerea unor soluții adecvate privind căile de mobilizare a resurselor, iar în acest sens, în centrul preocupărilor întreprinderii stă găsirea structurii financiare optime în care costul capitalului este minim;

- în al treilea rând, aplicarea unor tehnici operative cu virtuți stimulative pentru efectuarea operațiunilor de mobilizare, repartizare și mobilizare a resurselor financiare.

În principiu însă, condițiile de constituire, dimensiunea, modul de utilizare și apoi de reconstituire a fondurilor întreprinderii sunt determinate de acțiunea factorilor obiectivi, indiferent dacă acestea sunt destinate investițiilor în active imobilizate sau în active circulante. Prin constituirea și utilizarea judicioasă a capitalurilor, întreprinderea își asigură premise necesare realizării obiectivelor sale economice (producerea de bunuri și/sau servicii), dar și financiare, care se exprimă sintetic prin obținerea de profit.

Capitolul 3.

Deciziile privind constituirea și utilizarea eficientă a capitalurilor în active imobilizate

3.1. Decizia de investiție – principala decizie financiară a firmei

Constituirea iar mai apoi dezvoltarea unei firme presupune un program de investiții prin aplicarea căruia se conturează un cadru tehnico-organizatoric și funcțional care definește în fapt potențialul concurențial al firmei. Realizarea programului de investiții presupune câteva activități distincte din punct de vedere al conținutului lor, dar și al mijloacelor de realizare:

- evaluarea nevoilor de capital,
- selectarea celei mai profitabile variante de investiție,
- constituirea capitalului necesar la momentul oportun și la un cost cât mai scăzut, iar după terminarea investițiilor,
- exploatarea activelor la capacitatea proiectată pe întreaga durată de funcționare.

Complexitatea procesului de fundamentare a deciziei de investiție se datorează influenței a numeroși factori între care amintim:

- manifestarea riscurilor și a incertitudinilor pe tot parcursul procesului investițional;

- existența unor elemente necuantificabile care se regăsesc atât în componența efortului investitorului cât și în efectele investiției;
- dificultatea extrem de mare de a pune în evidență optimul tocmai datorită numeroaselor restricții care se formează cu această ocazie.

În literatura de specialitate s-au formulat numeroase definiții ale investiției. Într-un sens considerat „mai larg” investițiile sunt considerate ca totalitatea cheltuielilor, sau alocărilor de capitaluri de la care se așteaptă venituri viitoare. Într-un sens considerat, restrâns investițiile reprezintă cheltuieli care se efectuează pentru obținerea de active imobilizate corporale de natura mașinilor, utilajelor, instalațiilor, clădirilor, etc., necorporale precum cheltuielile de cercetare-dezvoltare, cu pregătirea cadrelor, cu programe informatice sau cu reclama și publicitatea și nu în ultimul rând în active financiare ca acțiuni și obligațiuni⁴⁷.

În sens restrâns, investițiile sunt numite în active imobilizate, deoarece valoarea este „imobilizată” într-o formă funcțională (altă decât cea bănească), o perioadă îndelungată până la revenirea ei la forma inițială pe care a avut-o capitalul la începutul procesului investițional.

Alți autori folosesc pentru a defini investițiile de „achiziții de imobilizări” sau imobilizări de capitaluri sau imobilizări de fonduri⁴⁸.

⁴⁷ A se vedea: Bistriceanu Gh. Ș.a. – Finanțele agenților economici, Editura didactică și pedagogică, București, 1995, Conso P. – La gestion de l'entreprise, Dunod, Paris, 1989, p.427, Colasse B. – Gestion financière de l'entreprise, P.U.F., Paris, 1993, pp.19-21, Solnik B. - Gestion financière, Nathan, Paris, 1988, p. 65

⁴⁸ Vernimen P. - Gestion financière de l'entreprise, La villgerin édition, Paris, 1989

În opoziție cu acele cheltuieli concretizate în active imobilizate, cheltuielile care privesc constituirea și utilizarea activelor circulante sunt individualizate în cheltuieli de exploatare.

Decizia de investiție este prima mare decizie financiară a unei întreprinderi. Necesitatea obiectivă și importanța realizării de investiții decurge din faptul că prin transformarea capitalurilor inițiale aflate în forma bănească, în mijloace materiale de producție sau circulație, se creează condițiile de bază pentru desfășurarea activităților în care ele sunt angajate⁴⁹.

Fundamentarea pe criterii de eficiență a deciziilor de investiție se întrepătrunde cu eficientizarea procesului de utilizare a activelor imobilizate astfel create.

Eficiența procesului de constituire a capitalurilor pentru investiții în active imobilizate poate fi apreciată prin compararea mărimii capitalurilor previzionate a se consuma cu această destinație și rezultatele estimate a fi obținute. Metode diverse de evaluare sunt capabile să surprindă aspecte ale eficienței procesului amintit. Cu ajutorul acestor metode se determină care din variantele proiectelor de investiții asigură cel mai bine eficientizarea procesului de constituire a capitalurilor întreprinderii pentru investiții. În general metodele de evaluare a proiectelor de investiție se pot împărți în două mari categorii:

- metode concurențiale și
- metode bazate pe valoarea în timp a banilor.

Dintre metodele concurențiale mai des utilizate amintim:

- metoda PAY-BACK și
- metoda ratei medii de randament.

⁴⁹Stancu I. – Finanțe, Editura Economică, București, 2006, p. 252

Metodele bazate pe valoarea în timp a banilor cel mai des folosite:

- metoda valorii nete actualizate (VNA)
- metoda ratei interne de rentabilitate (RIR).

Fiecare metodă are drept element definitoriu folosirea ca indicator central a unuia dintre indicatorii considerați reprezentativi pentru caracterizarea procesului investițional, precum rata internă de rentabilitate, venitul net actualizat sau durata de recuperare a investiției.

Utilizarea capitalurilor, cu destinația menționată, privește atât convertirea formei bănești a capitalurilor în activele imobilizate prevăzute a se crea prin proiectele de investiție, cât și funcționarea lor mai apoi la parametri proiectați. Într-o primă etapă, eficientizarea utilizării capitalurilor pentru investiții se exprimă prin realizarea de economii bănești în procesul investițional, iar în cea de a doua, prin rezultatele obținute în urma punerii în exploatare a activelor create.

Dacă eficientizarea procesului de constituire a capitalurilor pentru investiții în active imobilizate presupune în prim plan analize financiare, eficientizarea proceselor de utilizare este o chestiune legată atât de organizarea muncii în faza de realizare a investiției, cât și de randamentul obținut în exploatarea activelor nou create.

Complexitatea procesului de constituire și utilizare a capitalurilor pentru investiții în active imobilizate prezintă o serie de particularități care impun metode diverse și laborioase de apreciere a eficienței sale.

În primul rând, constatăm că durata desfășurării acestui proces este mare, datorită perioadei de creare a activelor imobilizate, în care se pregătesc condițiile tehnico-materiale pentru activitatea de exploatare. Din această cauză mijloacele angrenate în procesul investițional sunt “producătoare”, în acest timp, din punct de vedere financiar, de pierderi așa

zis convenționale, justificate de caracterul obiectiv al necesității acestor operațiuni. Eficientizarea procesului investițional poate fi asigurată în această fază prin selectarea acelor proiecte în care utilizarea capitalurilor întreprinderii să ducă la crearea activelor imobilizate în cel mai scurt timp.

În al doilea rând, în procesul investițional are loc o accentuată separare a două fluxuri: primul privește fluxurile financiare negative urmare a efectuării cheltuielilor, iar al doilea fluxurile financiare pozitive prin încasările ce apar odată cu începerea activității de exploatare. În consecință, cheltuielile se efectuează “în prezent”, în timp ce rezultatele se vor obține “în viitor”. Această situație creează dificultăți în aprecierea eficienței constituirii capitalurilor pentru investiții, deoarece efortul și efectul nu se situează în același moment, fapt ce prejudiciază credibilitatea concluziilor și impune actualizarea.

În al treilea rând, în procesul investițional sunt implicați un număr important de factori: proprietari, împrumutători, întreprinderi partenere, salariați, stat, fiecare cu interese bine individualizate, de multe ori chiar divergente. Indicatori de eficiență ai constituirii capitalurilor pentru investiții în active imobilizate sunt construiți astfel încât să reflecte obiectivele unora, sau ale tuturor celor implicați în acest proces.

În al patrulea rând, în procesul de constituire și utilizare a capitalurilor pentru investiții în active imobilizate, manifestarea riscurilor este un element normal. Din această cauză este absolut necesar să se aprecieze: dimensiunea fiecărui risc potențial, în vederea selectării doar a acelor proiecte cel mai bine protejate.

În al cincilea rând, capitalurile întreprinderii se concretizează, în urma transformării lor din forma bănească în forma materială, într-o diversitate de active imobilizate a căror contribuție la rezultatele financiare

este adesea dificil de determinat, și atunci doar cu ajutorul unui număr mare de indicatori. Necesitatea utilizării mai multor metode (criterii) de apreciere a eficienței investițiilor în active imobilizate este determinată, deci, atât de complexitatea procesului investițional cât și de limitele pe care fiecare metodă le conține. Aceste limite reflectă incapacitatea indicatorilor utilizați de a surprinde, fiecare în parte, sub toate aspectele, eficiența procesului investițional. Principalele criterii avute în vedere de teoria și practica economică, în opțiunile privind constituirea fondurilor pentru investiții în active imobilizate sunt: criteriul rentabilității, criteriul lichidității și criteriul riscului.

În acest context, profesorul B. Colasse constată că între indicatorii utilizați în aprecierea eficienței investițiilor în active imobilizate, cei mai frecvenți întâlniți în practica întreprinderilor sunt: rata internă de rentabilitate cu 58.4% din cazuri și termenul de recuperare a investițiilor, cu 34,5%.⁵⁰

Metoda ratei medii de randament a rentabilității. În economia de piață nu se pune problema atât a tipului de investiție ce urmează a se realiza, cât de a selecta cele mai bune proiecte, utilizându-se cât mai eficient fondurile disponibile. Criteriul rentabilității este, din această cauză, cel mai important în adoptarea proiectelor. Ca regulă generală, rata rentabilității (R) trebuie să fie mai mare decât costul capitalurilor proprii (K_p) și împrumutate (K_D):

$$R > K_p + K_D$$

Aprecierea proiectelor de investiție, după criteriul rentabilității poate fi realizată cu ajutorul mai multor indicatori.

⁵⁰Colasse B. – Op. cit., p. 393

Într-o viziune contabilă, cu un caracter static, rentabilitatea este evidențiată cu ajutorul raportului:

$$\text{Rata rentabilității} = \frac{\text{Beneficul net}}{\text{Investiția netă}} * 100$$

Indicatorul se calculează pentru fiecare an al duratei de viață economică a activelor imobilizate din investiție. Pentru a elimina influența variațiilor anuale ale beneficiilor nete, alți autori propun ca la numărătorul relației să se ia în considerare beneficiul mediu anual.

Credibilitatea indicatorului este pusă în discuție datorită modului de calcul al investiției nete anuale. Investiția netă se determină prin deducerea amortizărilor anuale. Indicatorul este astfel construit, deoarece se consideră că mărimea capitalului participant la fiecare proces economic este data de valoarea rămasă de recuperat a acestuia. Dacă avem în vedere procesul de transmitere a valorii, atunci raționamentul este corect. În realitate capitalul participă la activitatea economică cu valoarea lui de piață. Folosirea acesteia ar putea pune în evidență dimensiunea corectă a rentabilității investiției. Regulile rigide ale contabilității privind evidențierea activelor imobilizate nu permit însă acest lucru. Rentabilitățile anuale, ca urmare a luării în calcul a investiției nete, sunt, tot mai ridicate către sfârșitul perioadei de viață economică a activelor imobilizate, ceea ce nu corespunde realității. Întreprinderile care folosesc acest indicator, nu pot lua decizii corecte de creștere economică, deoarece deși ele sunt (după acest indicator) rentabile, ba chiar tot mai rentabile de la an la an, în realitate ele nu dispun de resurse nici pentru realizarea unei dezvoltări prin autofinanțare, nici pentru o garanție acceptabilă în vederea creditării.

Metoda valorii actualizate nete. Într-o viziune dinamică, criteriul rentabilității este aplicat prin compararea fluxurilor financiare

pozitive cu cele negative ocazionate de procesul utilizării capitalurilor pentru investiții în active imobilizate. Fluxurile financiare pozitive și negative se produc în momente diferite, astfel încât pentru obținerea unor informații concludente cu privire la rentabilitate se utilizează procedeul de actualizare a acestora. Evaluarea investițiilor pe baza valorii actuale și nu a valorii viitoare, este o alegere subiectivă și motivată de ordin tehnic. Este mai uzuală actualizarea veniturilor viitoare la momentul prezent și compararea, pe această bază, a diferitelor variante de investiții decât capitalizarea lor la un moment viitor, în vederea efectuării aceleiași comparații de variante ale investițiilor. Raționamentul este similar, dar, din conformism, literatura de specialitate a reținut și recomandă, mai degrabă, criteriul valorii actualizate nete. Acest criteriu se fundamentează obiectiv pe randamentele descrescătoare ale oportunităților de investiții, independent de preferințele subiective ale consumatorului. În ipoteza existenței unei piețe monetare nesaturate, rata medie a dobânzii pe această piață este aceea la care se vor actualiza veniturile viitoare din investiția în active imobilizate, în oricare din oportunitățile de investiții, cu randamente superioare sau egale ratei dobânzii. În aceste condiții, orice reinvestire, ulterioară de capitaluri se poate face cel puțin prin plasamente pe piața monetară (nesaturată) și nu în oportunități de investire cu randamente inferioare ratei dobânzii. Marea majoritate a investițiilor sunt finanțate însă atât din capitaluri proprii. În acest caz costul mediu ponderat al capitalului (K) devine un obiectiv de eficiență minimă a investiției, deoarece din rezultatele acesteia urmează a se plăti dividendele și dobânzile aferente capitalurilor implicate în acest proces. Costul mediu ponderat al capitalului (K) dobândește astfel rolul de criteriu obiectiv de evaluare a proiectelor de investiție și de selecție a celor mai eficiente. Fiind un factor obiectiv, în modelul de evaluare, costul mediu

ponderat al capitalului, ca indicator microeconomic, are o neutralitate în procesul de evaluare a investițiilor care îi conferă fiabilitate și relevanță în calculele de eficiență.

Plusul de rentabilitate, ce rezultă din selecția și promovarea proiectelor de investiții superioare investiției pe piața financiară, contribuie la creșterea valorii întreprinderii. Contribuția fiecărui proiect de investiții la acest supliment de valoare a întreprinderii este ceea ce se cheamă valoarea actualizată netă (V.A.N.). Măsurarea V.A.N., se face, deci, în puterea de cumpărare din prezent, a monedei în care, de altfel, este măsurat și efortul de investiție.

Pentru comparabilitatea fluxurilor viitoare de trezorerie, cash-flow-urile (CF_1, CF_2, CF_3) cu cheltuielile prezente de investiții (I_1, I_2, I_3) cel mai adesea se face actualizarea celor dintâi, la rata dobânzii fără risc, respectiv exprimarea lor în lei la puterea de cumpărare de azi:

$$V.A.N. = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} - I_0$$

Același raționament se poate face și prin exprimarea mărimilor de comparat (investiții și cash-flow-uri viitoare) în lei, la puterea de cumpărare de la sfârșitul duratei de viață a investiției. În aceste condiții, fluxurile de trezorerie, care se compară, se exprimă la mărimea lor viitoare rezultată prin capitalizarea la rata dobânzii fără risc. Criteriul de comparare este deci, valoarea viitoare netă (V.V.N.), care este capitalizarea V.A.N., pe perioada de viață a investiției (n):

$$V.V.N. = \sum_{t=1}^n CF_t (1+k)^{n-t} - I_0(1+k)^n \text{ sau,}$$

$$V.V.N. = V.A.N. (1+k)^n \text{ deci,}$$

pentru reciprocitate, V.A.N. reprezintă actualizarea V.V.N. pe aceeași perioadă economică a investiției:

$$V.A.N. = \frac{V.V.N.}{(1+k)^n}$$

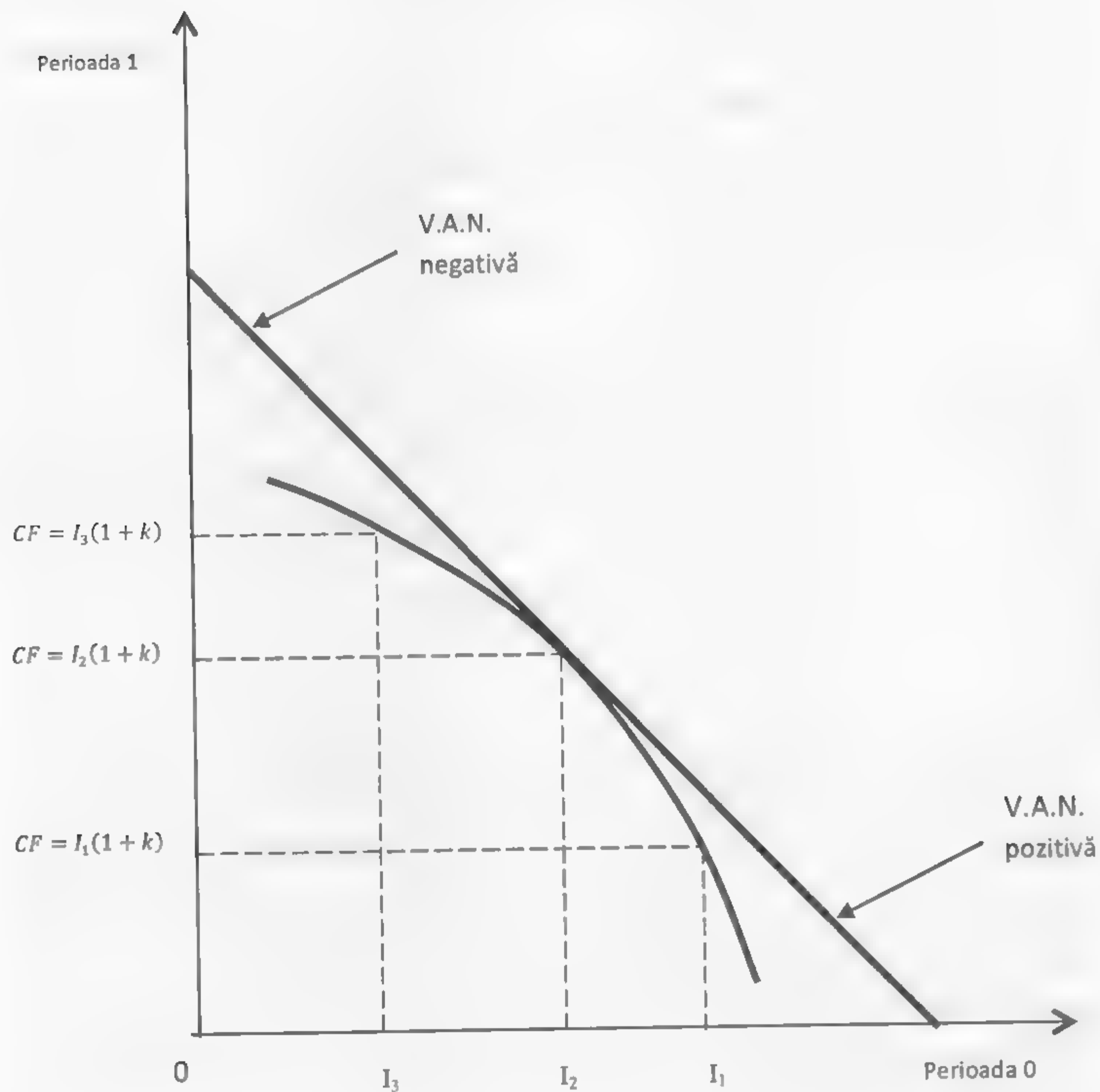


Fig. 7 Randamentul crescător al investițiilor succesive I_1 , I_2 , I_3 , și comparația cu dobânda de piață k

Valoarea actualizată netă se determină ca diferență între fluxurile de trezorerie viitoare și actualizate la rata dobânzii de piață, respectiv valoarea lor actuală, pe de o parte și capitalul investit, pe de altă parte. Regula V.A.N. pornește de la ipoteza, menționată mai sus, de piață monetară nesaturată. Cu cât veniturile actualizate vor fi mai mari decât capitalurile investite, cu atât proiectul de investiție va fi mai eficient. Teoria financiară nu a găsit un criteriu mai fiabil pentru selecția proiectelor de investiție, decât maximizarea V.A.N. Este vorba de valoarea actualizată netă maximă ce se poate obține pe curba randamentelor descrescătoare ale investițiilor în comparație cu rata medie a dobânzii (figura nr. 7).

Metoda ratei interne de rentabilitate (R.I.R.). Optimul alocărilor de fonduri este atins atunci când rata marginală de rentabilitate a ultimelor proiecte de investiție (R.M.I.) devine cel puțin egală cu rata dobânzii de piață ($R.M.I. \geq i$). Dincolo de acest nivel al investițiilor ratele marginale de rentabilitate ar fi din ce în ce mai mici, în comparație cu rata dobânzii, iar investițiile ar determina reducerea V.A.N.

Considerând, în continuare, rata medie a dobânzii ca un randament de referință în materie de investiție, regula V.A.N., de evaluare a proiectelor poate fi transpusă în termeni de rate de rentabilitate specifice fiecărui proiect de investiție, motiv pentru care ele se mai numesc și rate interne de rentabilitate (R.I.R.).

În determinarea lor se pornește de la ipoteza că veniturile viitoare (CF_t) pot fi reinvestite constant la această rată internă de rentabilitate care urmează să se determine din relația inițială a investiției pe piața monetară:

- în cazul unei perioade:

$$I_0(1 + R.I.R.) = CF_1,$$

unde:

$$R.I.R = \frac{CF_1}{I_0} - I_0,$$

pentru n perioade:

$$I_0 \sum_{t=1}^n (1 + R.I.R.)^t = \sum_{t=1}^n CF_t,$$

unde R.I.R. este singura necunoscută iar calculul ei se face prin tatonări repetate ale unor rate care apropie cel mai mult cei doi termeni ai egalității.

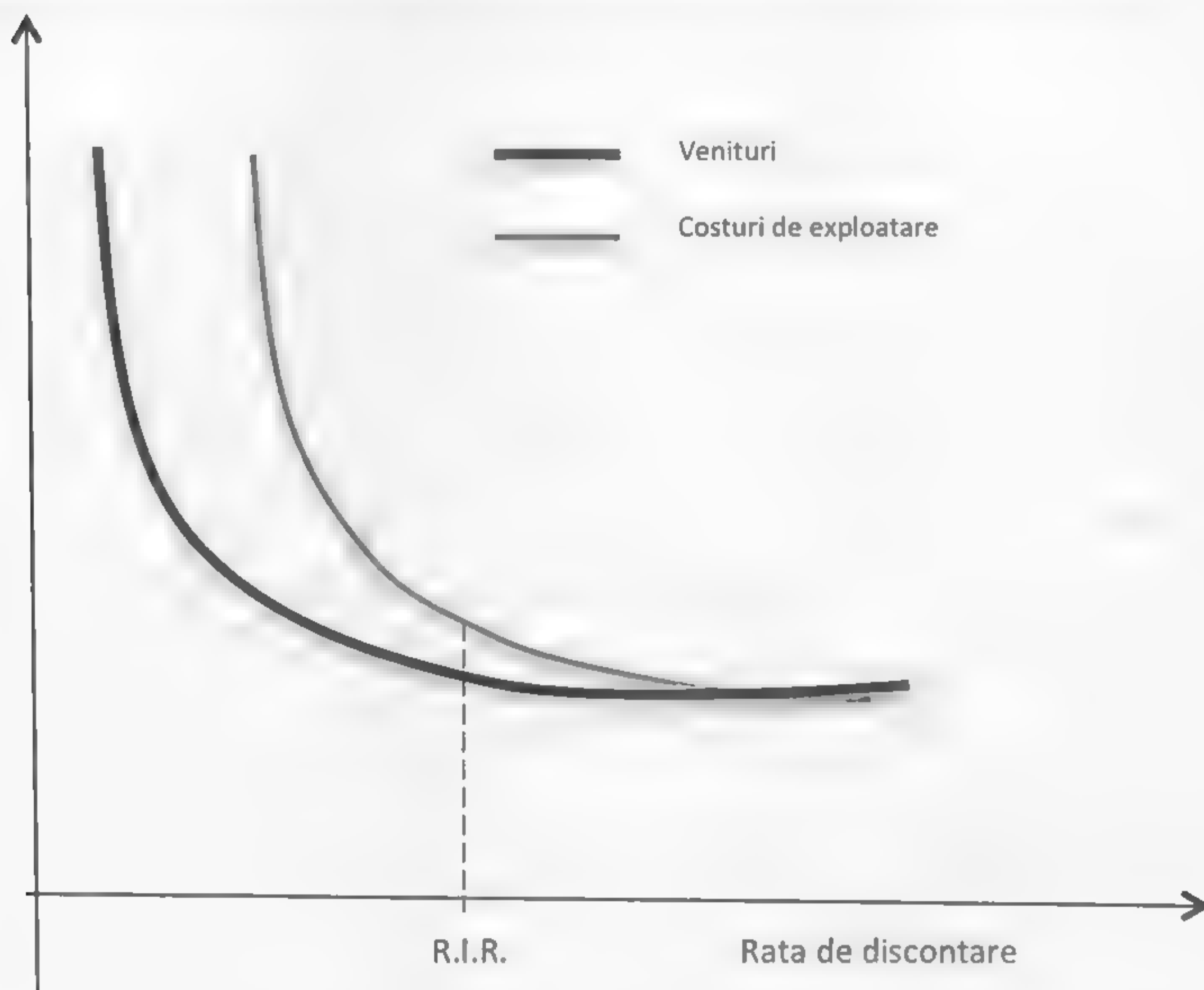


Fig.8 Evoluția valorii actualizate a veniturilor și a costului de exploatare

Proiectele de investiții care vor avea rata internă, a rentabilității mai mare decât rata medie a dobânzii vor fi preferabile celor care au rata internă mai mică sau egală cu rata dobânzii ($R.I.R. \leq i$).

Pentru un proiect de investiție, rata internă de rentabilitate exprimă rata care egalizează veniturile actualizate obținute din vânzarea producției cu costurile investiției și a celor cu exploatarea pe întreaga perioadă de funcționare a obiectivului (fig. nr. 8)⁵¹

Determinarea ratei interne de rentabilitate se poate face și pe cale grafică. Metoda grafică se prezintă în fig. 9. Din asemănarea celor două triunghiuri, rezultă proporționalitatea laturilor lor:

$$\Delta ABC \approx \Delta CDE \Rightarrow \frac{AB}{DE} = \frac{BC}{CE} = \frac{AC}{CD},$$

dar catetele AB respectiv DE reprezintă veniturile actualizate nete (pozitive - AB, negative - DE) ce pot fi obținute cu rata maximă respectiv minimă de actualizare:

$$AB = V_1$$

$$DE = |V_2|$$

Mărimea laturei BC poate fi exprimată funcție de valoarea optimă a ratei interne de rentabilitate (aflată în punctul C) și valoarea minimă a aceleiași rate (aflată în punctul B).

$$BC = R.I.R. - a_{\min}$$

Într-un mod similar se poate exprima și dimensiunea laturei CE, funcție de rata internă de rentabilitate maximă (aflată în punctul E) și mărimea optimă a acesteia (aflată în punctul C).

$$CE = a_{\max} - R.I.R.$$

⁵¹ Bucătaru D., Tofan A., Mihai C. – Gestiunea investițiilor agroalimentare, Editura Junimea, Iași, 1997, p. 173

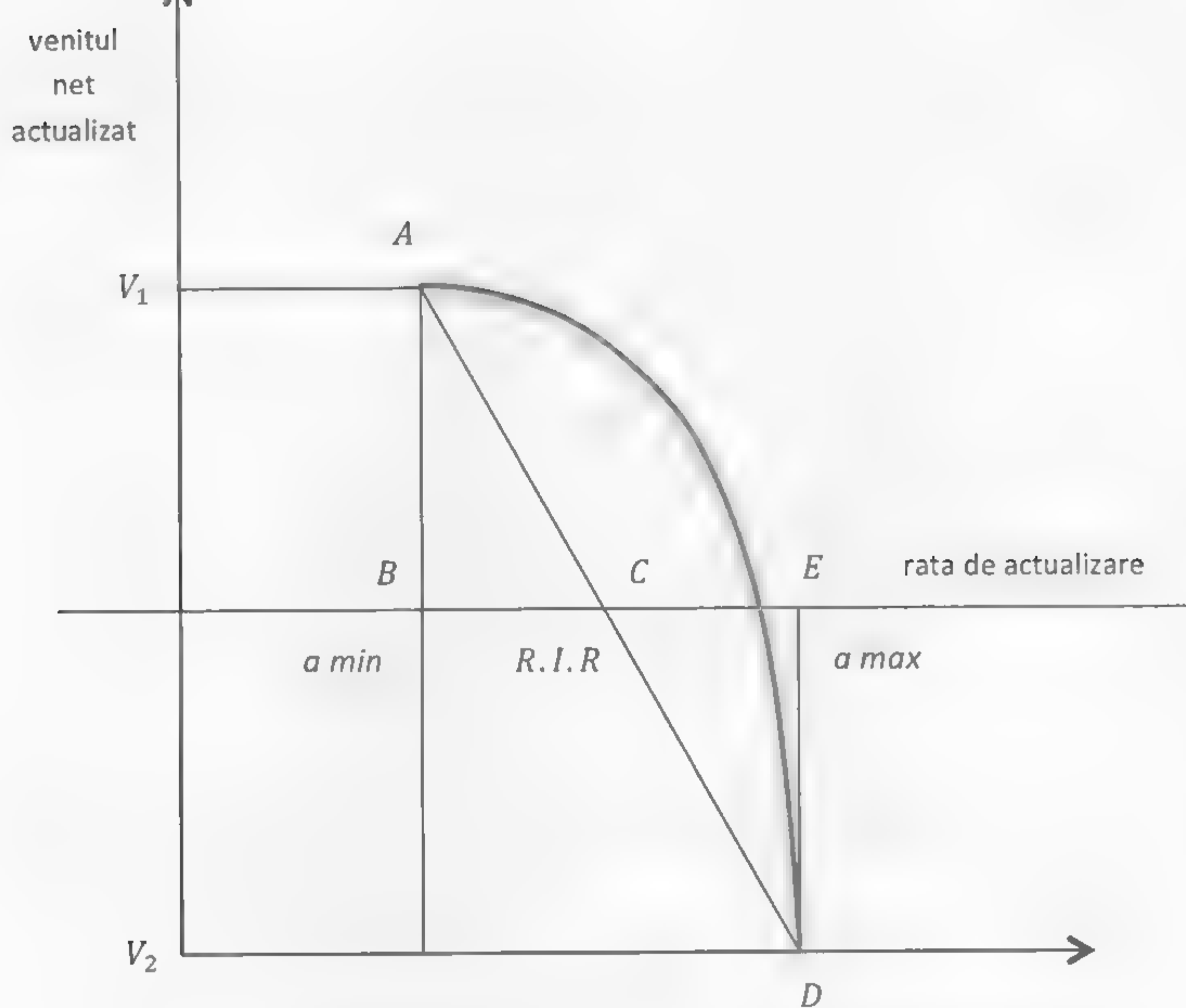


Fig. 9 Dimensionarea ratei interne de rentabilitate prin metoda grafică

Egalitatea $\frac{AB}{DE} = \frac{BC}{CE}$ devine:

$$\frac{V_1}{|V_2|} = \frac{R.I.R. - a \min}{a \max - R.I.R.} \text{ sau,}$$

$$V_1 * (a \max - R.I.R.) = |V_2| * (R.I.R. - a \min) \Leftrightarrow$$

$$V_1 * a \max - V_1 * R.I.R. = |V_2| * R.I.R. - |V_2| * a \min \Leftrightarrow$$

$$R.I.R. (V_1 + |V_2|) = V_1 * a \max + |V_2| * a \min \Leftrightarrow$$

$$R.I.R. = \frac{V_1 * a \max - |V_2| * a \min}{V_1 + |V_2|}$$

$$= \frac{V_1 * a \max + |V_2| * a \min + V_1 * a \min - V_1 * a \min}{V_1 + |V_2|} \Rightarrow$$

$$R.I.R. = a \min + \frac{V_1}{V_1 + |V_2|} (a \max - a \min)$$

Aceasta relație reprezintă formula de calcul analitică de determinare a ratei interne de rentabilitate. Notățiile utilizate sunt următoarele:

- V_1 este venitul net actualizat pozitiv care corespunde unei rate minime de actualizare ($a \min$);
- $|V_2|$ este venitul net actualizat negativ care corespunde unei rate maxime de actualizare ($a \max$). Relațiile de actualizare $a \min$ și $a \max$ se aleg în așa fel încât să se obțină un venit net actualizat pozitiv pentru $a \min$ și negativ pentru $a \max$, iar diferența dintre aceste două rate să nu fie mai mare de 5%. Atât $a \min$ cât și $a \max$ se stabilesc prin încercări.

Limitele acestui indicator de selecție a investițiilor constau în faptul că se bazează pe ipoteza puțin realistă a reinvestirii constante în aceeași întreprindere și la aceeași rată internă a rentabilității veniturilor viitoare. Această ipoteză se poate justifica printr-o serie de situații care pot apărea în procesul de utilizare a fondurilor pentru investiții în active imobilizate cum ar fi: depășirea cheltuielilor pentru investiții prevăzute inițial, sporirea prețurilor la materiile prime sau combustibil și energie, epuizarea unor surse de aprovizionare cu materii prime, depășirea perioadei de atingere a parametrilor proiectați etc.

Specialiștii financiari au propus utilizarea unei rate interne modificate, în ipoteza reinvestirii veniturilor viitoare la o rată de

rentabilitate specifică întreprinderii și nu proiectului de investiții analizat.⁵² Se determină astfel o rată internă de rentabilitate modificată (R.I.R.M.), mult mai realistă pentru evaluarea proiectelor de investiții:

$$R.I.R.M. = \frac{CF_0(1+r_i)}{I_0} - 1, \text{ pentru o perioadă și}$$

$$R.I.R.M. = \frac{\sqrt{\sum_{i=0}^n CF_i (1 + r_i)^{n-1}}}{I_0} - 1$$

pentru n perioade în care r_i este rata de rentabilitate specifică întreprinderii la care pot fi reinvestite veniturile viitoare.

În aprecierea eficienței proiectelor de investiții este recomandabil să se combine utilizarea indicatorilor valoarea actualizată netă, rata internă a rentabilității sau a ratei rentabilității modificată, cu alți indicatori. Se elimină astfel imperfecțiunile ce însoțesc un indicator sau altul în luarea deciziei optime de investiții.

Cu toate acestea, regula V.A.N, este, incontestabil, metoda cea mai riguroasă de selecție a investițiilor, ea prezentând cele mai puține inconveniente pe plan conceptual. Valoarea actualizată netă, care asigură cel mai bine maximizarea valorii firmei, apare deci ca una din regulile esențiale în materie de finanțe private și de piață financiară.

Metoda PAY – BACK. În eventualitatea analizării mai multor proiecte concurente care au același grad de rentabilitate, pentru alegerea investiției optime se aplică și alte criterii cum ar fi cel al lichidității.

Prin lichiditate financiară se înțelege capacitatea întreprinderii de a transforma în bani, activele de care dispune. Criteriul lichidității de selectare a investițiilor urmărește ca aceasta să se recupereze cât mai repede posibil, adică investitorul să intre în posesia capitalurilor avansate și a rentabilității scontate într-un termen cât mai scurt, pentru a le putea folosi pentru inițierea altor operațiuni economice. De regulă, lichiditatea se

⁵² Stancu I. – Finanțe, Editura Economică, București, 2006, p. 198

stabilește în număr de ani de recuperare a fondurilor utilizate pentru investiții în active imobilizate.

Termenul de recuperare (T.R.) a sumei alocate pentru investiții exprimă numărul de ani de recuperare, prin cash-flow-urile medii anuale actualizate ($CF_{act/an}$) obținute prin exploatarea capitalurilor investite (I).

$$TR = \frac{I}{CF_{act/an}}$$

în care:

$$CF_{act/an} = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{CF_1}{(1+r)^i} + \frac{VR}{(1+r)^n}}{n}$$

iar VR este valoarea reziduală a activelor imobilizate.

Determinarea cash flow-ului actualizat mediu anual, avându-se în vedere și sumele obtenabile din valorificarea activelor imobilizate, la scoaterea lor din funcțiune (VR), conferă o dimensiune mai reală fluxurilor de intrare. Manifestarea atributelor proprietății dă întreprinderii posibilitatea de a dispune de toate sursele pentru finanțarea investițiilor. Indicatorii folosiți în aprecierea eficienței utilizării capitalurilor cu această destinație trebuie construiți în conformitate cu realitățile economice.⁵³

⁵³ Onofrei M. – Finanțele întreprinderii, Editura Economică, București, 2004, p. 164

Termenul de recuperare reprezintă, deci, numărul de ani, după care suma fluxurilor marginale de trezorerie (actualizate) devine egală cu suma investiției.

Acest indicator asigură o alegere a variantelor de investiții, în funcție de rapiditatea recuperării fondurilor. Este o metodă simplă de luare a unei decizii de investiții ce penalizează acele proiecte de investiții unde recuperarea capitalurilor investite se face într-o perioadă mai mare de timp și care pot fi afectate de riscul de nerecuperare.

Criteriul lichidității urmărește ca termenul de recuperare să fie mai mic decât durata de viață a investiției, cu deosebire se are în vedere să fie mai mic decât durata sa comercială. Metoda aceasta prezintă, însă, un inconvenient: elimină de la selecție proiectele de investiție cu o bună rentabilitate, dar realizată pe termen lung, care pot fi esențiale pentru prosperitatea întreprinderii.

"Orice investiție comportă un risc. Cu cât riscul este mai mare cu atât crește pretenția asupra remunerației (rentabilității) capitalurilor investite. Într-un mediu aleatoriu, decizia privind constituirea și utilizarea capitalurilor pentru investiții în active imobilizate se analizează în funcție de speranța (S) de a obține un flux de trezorerie (CF). Fluxul cu cea mai mare probabilitate de apariție este media ponderată a fluxurilor calculată pentru fiecare an de exploatare (t)".⁵⁴

$$E(CF) = \sum_{i=1}^n CF_{it} * X_{it},$$

⁵⁴ Ibidem, p. 229

în care it reprezintă numărul de stări (până la m) estimate ale fluxurilor de trezorerie i în anul de exploatare t ; X_{it} reprezintă probabilitățile de apariție ale fluxurilor t .

În aceste condiții aleatorii, întreprinderea apreciază eficiența utilizării capitalurilor investite în raport cu speranța medie, dar și cu mărimea abaterilor față de medie. Având aversiune față de risc, interesul său este de a ști dacă riscul asumării acestor abateri (variabilității fluxurilor de trezorerie) este bine remunerat alături de rentabilitatea medie a investiției.

Se pune problema măsurării riscului și a calculării primei de risc care să fie adăugată rentabilității medii a proiectului, în vederea determinării ratei de actualizare.

Mărimea riscului este dată de mărimea dispersiei (μ^2) și mai ales de rădăcina pătrată a acesteia, respectiv abaterea medie pătratică (σ) (fig. 10).

$$\sigma_t^2 = \sum_{i=1}^m (CF_{it} - \mu)^2 * X_{it}$$

de unde,

$$\sigma_t = \sqrt{\sum_{i=1}^m (CF_{it} - \mu)^2 * X_{it}}$$

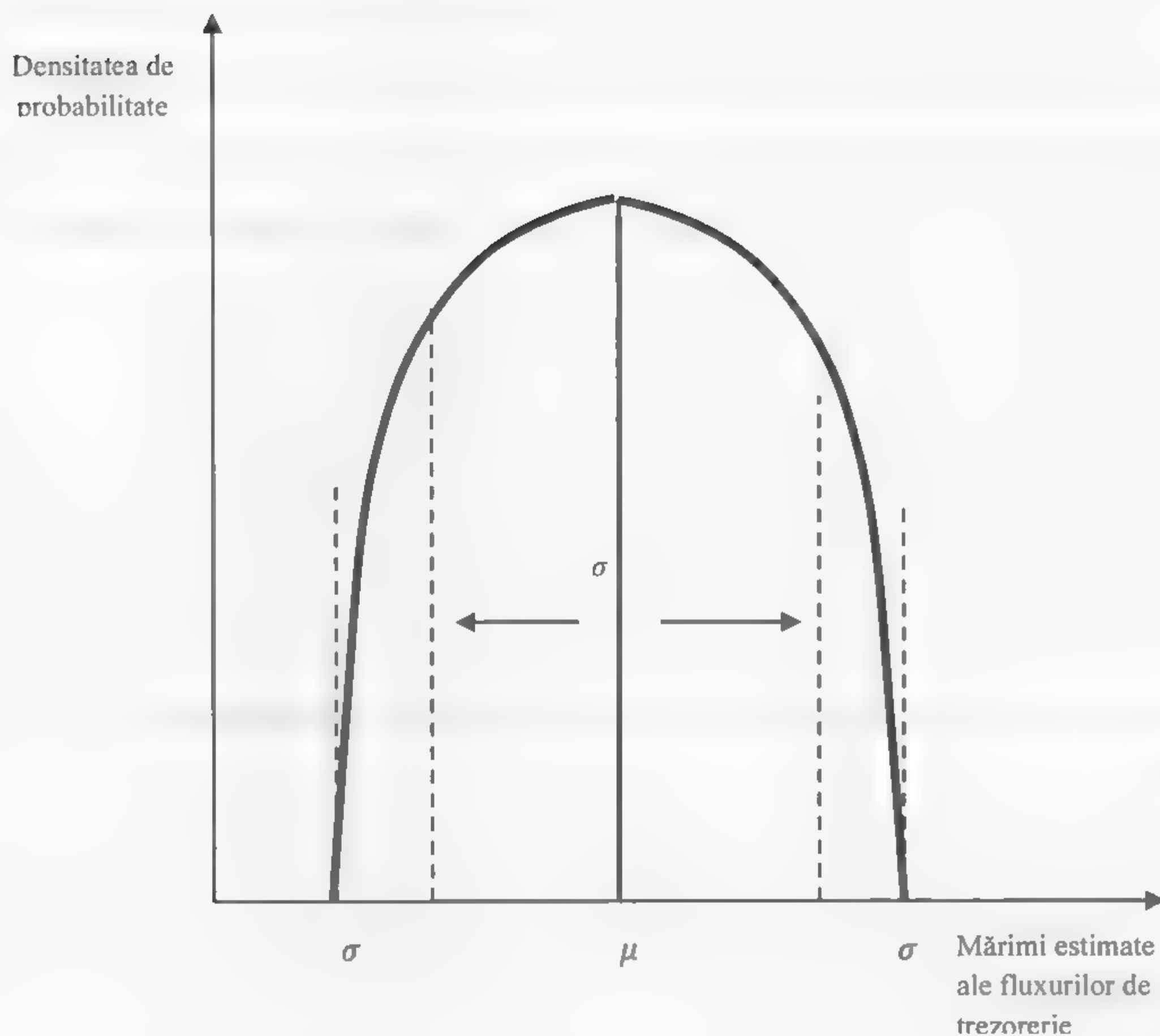


Fig. 10 Distribuția de probabilități a fluxurilor de trezorerie estimate

În aceste condiții, procesul de constituire și utilizare a fondurilor pentru investiții în active imobilizate impune cerințe suplimentare privind *eficient în sensul majorării ratei rentabilității (R) cerută proiectelor cu o cotă de risc (σ_t) astfel încât:*

$$R + \sigma_t \geq \text{remunerația capitalurilor investite.}$$

Analiza proceselor de constituire și utilizare a fondurilor pentru investiții în active imobilizate se poate axa pe toate criteriile menționate, în mod simultan, sau doar pe unele, în mod independent, funcție de interesele celor implicați. Criteriile respective se utilizează, după B. Colasse, cu deosebire, în două din fazele activității de luare a deciziilor de investiții, respectiv în faza evaluării eforturilor și a efectelor și în cea a selectării variantelor.⁵⁵

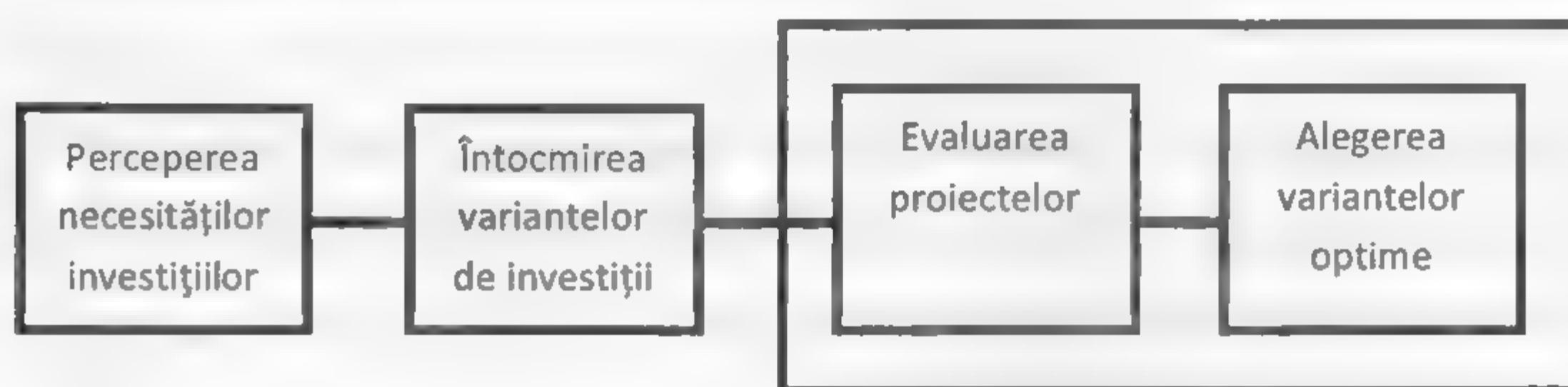


Fig. 11 Fazele procesului de luare a deciziilor de investiții privind activele imobilizate

Igor Ansoff considera că eficientizarea deciziilor de investiții active imobilizate se referă, în principal, pe de o parte, "la găsirea oportunității investițiilor, iar pe de altă parte, la descoperirea posibilităților care asigură supraviețuirea și dezvoltarea întreprinderilor".⁵⁶

Prin evaluare se stabilește, în unități monetare, mărimea capitalului ce urmează a se constitui pentru investiții precum și rezultatele obținabile prin utilizarea lui. Investitorul folosește criteriile, care îi exprimă cel mai bine obiectivele, pentru a alege mărimea capitalului ce urmează a se utiliza, selectând în fapt căile de eficientizare a proceselor ce se vor desfășura.

⁵⁵ Colasse B. - Gestion financière del'entreprise, Dunod, Paris, 1993, p.394

⁵⁶ Ansoff I. - Strategie du developpement de l'entreprise, les editions des organization, Paris, 1989, pag 53

3.2. Costul și randamentul capitalurilor - factori de impact asupra eficienței investițiilor

3.2.1. Impactul costului aportului de capital asupra eficienței capitalului fix

Costurile întreprinderii, indiferent de proveniență sunt un factor de producție și așa cum utilizarea oricărui factor se face în schimbul unui preț plătit proprietarului sau furnizorului, folosirea acestora generează un cost pentru firmă care trebuie achitat deținătorilor (bănci, acționari sau asociați, obligatari, etc.).

Din punct de vedere al deținătorilor de costuri, acest cost reprezintă remunerarea sau prețul renunțării la cheltuirea, în prezent, a unei părți din venit pentru consumul curent și economisirea acestuia în speranța unui consum viitor mai substanțial. În fond orice decizie de investiție este rezultanta deciziei de economisire și implicit pune problema corelației, consum curent - consum viitor. Nu trebuie înțeles prin consum viitor, bunurile sunt folosite în consumul casnic, ci în primul rând bunuri angajate într-o activitate economică producătoare de venit net. Sintagma este legată de utilitatea pe care orice acțiune economică o reprezintă pentru individ.

Eficientizarea constituirii-utilizării capitalurilor pentru investiții trebuie privită și din punct de vedere al dimensiunii rezultatelor obținabile comparat cu obligațiile față de cei care furnizează mijloacele bănești.

Aprecierea eficienței constituirii și utilizării capitalurilor pentru investiții este incompletă dacă nu se au în vedere rezultatele obținute față de fiecare sursă cheltuită, deoarece din aceste rezultate trebuiesc asigurate

sumele necesare remunerării celor de la care s-au obținut capitalurile, ceea ce presupune asigurarea unui anumit randament în folosirea lor.

În constituirea capitalurilor pentru investiții în active imobilizate, întreprinderile au la dispoziție o varietate de oferte, dar pentru oricare din ele trebuie să plătească un preț numit și cost al capitalului. Resursa pentru plata acestui preț urmează să fie "produsă" în procesele economice în care sunt angajate capitalurile întreprinderii. Doar folosirea cu eficiență a capitalurilor conduce la crearea de mijloace de plată pentru stingerea obligațiilor. Dacă aceste profituri sunt suficiente pentru acoperirea integrală a obligațiilor, atunci s-au desfășurat în condiții de eficiență, atât procesul de constituire a capitalurilor (în sensul că s-a optat pentru resurse ieftine) cât și procesul de utilizare a lor, deoarece a semnalat obținerea de profituri îndestulătoare pentru remunerarea investitorilor.

Dimensiunea costului minim al capitalurilor este influențată de mărimile diferitelor costuri ale surselor de finanțare, fie că acestea se prezintă sub formă explicită sau implicită.

Costul explicit poate fi definit ca rată de actualizare care asigură egalitatea între valoarea prezentă a încasărilor privind constituirea fondurilor pentru investiții și valoarea prezentă a plăților rezultate din utilizarea unei surse de finanțare.

Costul explicit al capitalurilor "reprezintă rata de actualizare care egalizează încasarea inițială cu valoarea prezentă a plăților viitoare generate de utilizarea unei surse de finanțare"

Investitorul are posibilitatea de a opta pentru o investiție sau pentru un consum, care ar putea la rândul-i să-i asigure o anumită rată psihologică de actualizare. Altfel spus, costurile implicite sunt costuri de oportunitate. Costurile explicite ale capitalurilor iau naștere atunci când acestea se

procură în principal din afara întreprinderii, iar costurile implicite sau de oportunitate apar numai după ce fondurile care ar urma să fie investite sau afectate altor utilizări se alocă pentru proiectele reținute. Costul implicit al capitalurilor există atâta timp cât sunt alternative de acțiune pentru investitori și firme și este legat de investiția cea mai rentabilă pe care o întreprindere trebuie să o abandoneze, atunci când decide să investească resursele sale în proiecte de investiții proprii. Definirea costului capitalurilor nu este suficientă pentru a soluționa problema ratei de actualizare, deoarece în lumea reală intervine riscul pentru care investitorii vor solicita un plus de randament (prima de risc). Prin urmare, studiul corelației risc - randament este de maximă importanță pentru analiza oricărei operațiuni economice sau financiare.

În general niciun proiect de investiții în active imobilizate nu se finanțează dintr-o singură resursă ci pe baza unei mixturi de surse proprii și împrumutate, a cărei structură depinde de strategia întreprinderii. Până a se ajunge la costul marginal și bugetul optimal de fonduri, se impune însă determinarea costului fiecărei componente a capitalurilor întreprinderii. Deoarece teoria costului capitalurilor s-a dezvoltat pe modelul societății pe acțiuni cotată la bursă, s-ar putea crede că aceasta nu privește celelalte forme de organizare ale afacerilor. Ideea este eronată deoarece există suficiente posibilități de aplicare, chiar și la micile investiții.

În vederea dimensionării costului mediu ponderat și a costului marginal al capitalurilor, considerăm utilă cuantificarea fiecărei componente a costului după următoarea structură a resurselor de finanțare a investițiilor.

- aportul de capitaluri (cu deosebire costul acțiunilor comune și a celor preferate);

- fonduri împrumutate (costul creditului bancar precum și a împrumutului obligatar);
- fonduri provenite din activitatea proprie (profitul reținut la dispoziția întreprinderii, emisiunea de noi acțiuni).

Calculul resurselor de finanțare nu se referă la structura actuală a întreprinderii, care contează mai puțin în decizia de investiții și mai mult în aprecierea riscului programului de investiții aprobat, ci la sursele de finanțare viitoare care se utilizează pentru acoperirea cheltuielilor de investiții propuse.

În ceea ce privește costul aporturilor de capitaluri se impune o distincție între întreprinderea personală sau familială și întreprinderea organizată ca societate pe acțiuni.

Astfel, în timp ce pentru prima, aportul de capitaluri al proprietarilor sau asociaților, după caz, implică un cost de oportunitate, pentru a doua categorie aportul determină un cost explicit. Proprietarul unei firme personale sau parteneriale poate să finanțeze firma din economiile disponibile sau dintr-un credit angajat cu titlu personal (mai cu seamă în cazul asociaților) pe durată scurtă sau medie, care nu privește gestiunea firmei. Costul acestor capitaluri este egal cu rata de randament de care ar beneficia întreprinzătorul dacă ar investi în cea mai favorabilă activitate din afara firmei sale, dar cu risc comparabil. Trebuie deci identificate alternativele de investiție sau plasament cu durată și grad de risc comparabile cu proiectul avut în vedere de firma proprie. Există o infinitate de oportunități și ca atare, asumând condițiile de concurență imperfectă se recurge doar la cele mai accesibile. Ratele de randament ale fiecărei oportunități accesibile se corelează cu influențele privind siguranța și lichiditatea operațiunilor de plasament sau investiții. Rezultatul cel mai

favorabil astfel obținut reprezintă costul de oportunitate pentru investitor, iar pentru întreprinderea care utilizează fondul respectiv, costul implicit.

Teoria financiară tradițională⁵⁷ arată că obiectivul managementului financiar al întreprinderii îl constiuie maximizarea bogăției acționarilor, care în cazul societăților pe acțiuni înseamnă maximizarea valorii de piață a acțiunilor. Dacă societatea este cotate la bursă putem vorbi de valoarea bursieră a acțiunilor denumită și capitalizarea bursieră. Comportamentul acționarilor este presupus rațional, iar factorul determinant al acestuia îl constituie anticipațiile lor asupra condițiilor economice generale, condițiilor pieței financiare și performanțelor firmei. Astfel, prețul de piață P_0 sau cursul acțiunilor la un moment dat, este valoarea actuală a fluxului de dividende D_1, D_2, \dots, D_n , pe care acționarii se așteaptă să-l încaseze în viitor, la finele fiecărei perioade de la 1 la t . Rata de actualizare k care egalizează prețul acțiunii cu suita de dividende viitoare reflectă exigențele de randament ale acționarilor sau rata de randament cerută de acționari. Deci, ipoteza privind comportamentul acționarilor se rezumă la următoarea relație:⁵⁸

$$P_0 = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n}$$

Pentru societatea pe acțiuni, rata k reprezintă costul pe care trebuie să-l suporte pentru a utiliza fondurile puse la dispoziție de acționari.

Pornind de la relația expusă, putem calcula costul aportului de capitaluri al acționarilor, cu condiția stabilirii unor ipoteze viabile privind distribuția dividendelor viitoare.

⁵⁷ Pinches G. E. - Financial Management, Harper Collins Publishers, 1990, p. 5

⁵⁸ Colasse B. - Gestion financière de l'entreprise, P.U.F., Paris, 1993, p.464

Firma nu beneficiază de întreaga valoare a emisiunii de acțiuni deoarece suportă cu această ocazie o serie de cheltuieli (drepturi de înregistrare, cheltuieli de publicitate, comisioane bancare etc.). Scăzând din valoarea emisiunii (prețul de emisiune multiplicat cu numărul de acțiuni) cheltuielile aferente acestei operațiuni se obține aportul net, care considerăm că trebuie să reprezinte elementul de bază în calcularea randamentului și deci a costului acestei prime componente a capitalurilor întreprinderii. Motivăm acest fapt prin aceea că firma nu poate valorifica decât aporturile nete, funcție de care se poate calcula randamentul. Cheltuielile cu emisiunea acțiunilor sunt o realitate, iar după efectuarea lor întreprinderea are la dispoziție mai puține mijloace cu care să îndeplinească investiția. De asemenea pretențiile acționarilor trebuie să se limiteze la sumele efectiv rămase la dispoziția firmei, după ce aceasta suportă cheltuielile normale legate de emisiunea acțiunilor.

O primă ipoteză viabilă privind distribuirea dividendelor întreprinderii o putem considera **ipoteza dividendelor constante**, conform căreia acționarii se așteaptă să încaseze în viitor un dividend constant pe o durată nedefinită. În acest caz relația care exprimă comportamentul lor se poate scrie astfel:⁵⁹

$$P_0 = D \left[\frac{1}{(1+k)} + \frac{1}{(1+k)^2} + \dots + \frac{1}{(1+k)^t} \right] \rightarrow P_0 = D \left[\frac{1-(1+k)^{-t}}{k} \right] \rightarrow P_0 = D \frac{(1+k)^t - 1}{k(1+k)^t} = 0,$$

$$\text{deoarece } t \rightarrow \infty, P_0 \rightarrow \frac{D}{k},$$

$$\text{prin aproximare putem scrie } k = \frac{D}{P_0}$$

unde: D este dividendul constant

⁵⁹Cocriș V., Ișan V. – Economia afacerilor, Editura Graphix, vol.3, Iași, 1995, p.162

P_0 este prețul de emisiune

k este rata de randament necesară, sau costul aportului de capital în această situație.

O altă ipoteză pe care o putem avea în vedere în dimensionarea costului aportului o reprezintă **ipoteza dividendelor viitoare crescătoare cu o rată constantă**. În acest caz acționarii se așteaptă ca dividendele în viitor să crească cu o rată constantă g . Dividendele anuale pot fi deduse cu ajutorul relațiilor:⁶⁰

$$D_2 = D_1(1 + g)$$

$$D_3 = D_1(1 + g)^2$$

$$D_4 = D_1(1 + g)^3$$

$$D_t = D_1(1 + g)^{t-1}, \text{ iar}$$

$$P_0 = D_1 \left[\frac{1}{(1 + k)} \right] + D_1 \left[\frac{(1 + g)}{(1 + k)^2} \right] + D_1 \left[\frac{(1 + g)^2}{(1 + k)^3} \right] + \dots$$

$$+ D_1 \left[\frac{(1 + g)^{t-1}}{(1 + k)^t} \right] \rightarrow$$

$$P_0 = D_1 \left[\frac{1}{(1 + k)} + \frac{1 + g}{(1 + k)^2} + \dots + \frac{(1 + g)^{t-1}}{(1 + k)^t} \right] \rightarrow$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_1(1 + g)^{t-1}}{(1 + k)^t}$$

⁶⁰ibidem, p.163

Presupunând că rata randamentului anticipat este mai mare decât rata de creștere anticipată ($k > g$) și că tinde la infinit, relația de calcul devine :

$$P_0 = \frac{D_1}{k-g}, \text{ unde } D_1 = D_0(1+g)$$

Ipoteza ($k > g$) este destul de realistă, deoarece două ipoteze: ($k > g$) și ($k = g$) corespund la cursuri infinite pe perioade nedeterminate ale acțiunilor, situații care nu pot fi întâlnite pe piața financiară. Continuând raționamentul anterior, obținem:

$$P_0(k - g) = D_1, \text{ sau}$$

$$P_0(k - g) - D_0 = 0 \rightarrow P_0 * k = D_1 + P_0 * g, \text{ de unde}$$

$$k = \frac{D_1}{P_0 + g}$$

Dacă dividendul viitor (D_1) este, în general, simplu de determinat, fiind în funcție de rezultatul financiar, rata de creștere g este mai dificil de estimat. Rata de creștere g exprimă două componente: rata de randament (dividendul) și câștigul de capital (sporirea cursului acțiunii). Acest conținut dat ratei de creștere exprimă cel mai bine cerința (scopul) procesului de constituire și utilizare a fondurilor întreprinderii pentru investiții. Restrângerea înțelesului acestui termen doar la rata randamentului împieteează asupra procesului de eficientizare a activității firmei, eludând importanța evoluției cursului bursier al acțiunilor acesteia. Susținem această idee deoarece câștigul total realizat de un acționar îi revine acestuia pe două căi:

- prima este reprezentată de dividendele pe care acesta le încasează, și care semnifică principala modalitate de fructificare a capitalurilor acestuia, iar
- a doua este dată de sporul de venituri obținute ca urmare a vânzării acțiunilor.

Acest câștig se poate obține numai dacă valoarea de piață a acțiunilor înregistrează o creștere în intervalul de la achiziționarea până la vânzarea lor. Odată cu vânzarea acțiunilor însă, încetează calitatea de proprietar a acestor titluri și deci posibilitatea câștigului oferit de prima cale. Dimensiunea sporului de valoare de piață a acțiunilor este determinată, în bună măsură, de evoluția dividendelor plătite pe perioada deținerii acțiunilor.

Există mai multe metode de estimare a ratei de creștere g . Una din acestea se bazează pe evaluarea potențialului de creștere a întreprinderii, exprimat prin cifra de afaceri, producție sau rezultate. Dacă presupunem o politică a dividendelor regulate, creșterea dividendului este egală, pe termen mediu, cu cea a profitului pe acțiune. Interesul manifestat pentru această metodă este dat de integrarea datelor previzionale din analiza financiară în estimarea evoluției bursiere. Dar, cu toate că este mai fezabilă decât simpla extrapolare a tendințelor anterioare de creștere a dividendelor, evaluarea pe baza datelor economice și financiare prognozate, poate conduce la erori. Este cazul firmelor care au depășit faza de creștere intensă, situație în care deși rata de creștere g a avut în trecut un nivel ridicat, în viitor aceasta se va diminua. De asemenea firmele care au înregistrat dificultăți în trecut, cazuri în care rata g este negativă, nu este obligatoriu să fie supuse aceluiași tendințe în viitor. Deci simpla extrapolare trebuie înlocuită cu studii riguroase și precise privind managementul firmei, care pot asigura o apreciere corectă a evoluției ratei de creștere.

În ipoteza modificării ratei de creștere a dividendelor prețul de emisiune al acțiunilor noi este inferior cursului de piață al acțiunilor vechi ale întreprinderii, nu doar pentru faptul că intervin cheltuieli de emisiune, ci și pentru că acțiunile noi trebuie să fie atractive pentru investitori. De

regulă, lansarea de acțiuni este o operație de anvergură, iar eșecul acesteia ar reprezenta o catastrofă financiară pentru firmă. Noii investitori, este destul de probabil, să aibă intenții și anticipații diferite de cele ale vechilor investitori, care tranzacționează frecvent acțiuni.

În procesul de valorificare a capitalului, dividendele D_t au semnificații deosebite: pentru acționari acestea sunt câștigurile așteptate datorită aporturilor de capital, în timp ce pentru întreprindere, reflectă costul acestei componente a fondurilor folosite în investiții. Datorită acestui fapt relațiile ce privesc existența dividendelor vizează atât procesul de constituire cât și cel de utilizare a capitalurilor întreprinderii. Acest cost este suportat din beneficiile firmei și pentru a putea fi plătit el trebuie creat în procesul de utilizare a fondurilor. Nivele $D_1, D_2, D_3, \dots, D_n$, ale dividendelor din fiecare an, exprimă limita inferioară, absolută, a eficienței exprimată prin rentabilitatea folosirii capitalurilor întreprinderii.

În ipoteza modificării anuale a mărimii dividendelor, k reflectă dinamica exigenței minime a eficientizării procesului de constituire și utilizare a capitalurilor întreprinderii.

În contextul ipotezei menționate se impune dimensionarea ratei de randament k , pentru noile acțiuni, care poate fi diferită decât cea practică de firmă pentru vechile acțiuni comune.

O ultimă ipoteză posibil de utilizat în dimensionarea costului aporturilor acționarilor este cea a **rentabilității minime** necesară în scopul evitării volatilizării profitului pe acțiune. Această ipoteză privilegiază noțiunea de profit pe o acțiune și se fondează pe faptul că, în condițiile în care rezultatele financiare sunt constante, creșterea numărului de acțiuni determină diminuarea profitului pe acțiune.

Fenomenul este denumit frecvent în literatura de specialitate, diluarea sau *volatilizarea* profitului. Costul capitalurilor obținute se determină calculând rentabilitatea investițiilor astfel încât să nu se diminueze profitul pe acțiune. Dacă P_0 este prețul de emisiune net, se impune ca prin investirea capitalurilor, obținute grație emisiunii, să se realizeze o rentabilitate cel puțin egală cu raportul P_a/P_0 unde P_a este profitul pe o acțiune. Deci, costul aportului pe o acțiune se determină prin raportarea profitului pe o acțiune la prețul de piață al acțiunii.

Estimarea costurilor aporturilor acționarilor se poate face pe baza uneia din ipotezele menționate. Onorarea obligațiilor ce revin din utilizarea capitalurilor constituite din aporturile acționarilor, se realizează însă după ce au fost remunerați creditorii (rezultați din constituirea capitalurilor firmei). Creditorii au prioritate în a fi remunerați, iar acționarii își vor primi drepturile conform *regulii restului*, din diferența pozitivă dintre fluxurile nete de trezorerie și plățile privind costurile capitalurilor împrumutate.⁶¹ Inexistența caracterului imperativ privind plata unui anumit nivel prestabilit al costului aporturilor face ca în teoriile financiare privind optimizarea structurii capitalurilor, acesta să fie cuantificat ca un cost variabil.

Costul acțiunilor preferențiale. Deoarece în majoritatea cazurilor acțiunile preferențiale au o durată nelimitată, se poate utiliza, pentru determinarea costului capitalurilor achiziționate prin intermediul lor, modelul simplu de evaluare a acțiunilor (ipoteza dividendelor viitoare constatate). Pornim deci de la relația de calcul:

$$P_0 = \frac{D_p}{K_p}$$

P_0 este cursul actual al acțiunilor preferențiale;

⁶¹Stancu I. – Finanțe, Editura Economică, București, 2006, p.251

D_p este dividendul prioritar anual, iar,

K_p este rata de randament necesară investitorilor sau costul capitalurilor de acest tip.

Din această relație costul capitalului constituit pe seama acțiunilor preferențiale este dat de formula rezultată din relația:

$$K_p = \frac{D_p}{P_0}$$

Considerăm necesară o remarcă suplimentară și anume faptul că P_0 reprezintă prețul de emisiune net încasat de firmă din vânzarea acțiunilor preferențiale.

Acest cost alături de costurile celorlalte capitaluri împrumutate sunt luate în calculul structurii financiare optime ca fiind costuri fixe datorită caracterului obligatoriu al mărimii datoriei către creditor.

În vederea asigurării unei eficiențe sporite capitalurilor întreprinderii, managerii financiari trebuie să realizeze, în funcție de politica dividendelor practică de firmă, o selecție a celor mai adecvate surse de constituire a capitalurilor. Aportul de capital este folosit în constituirea capitalurilor firmei, dacă are costul mai redus decât celelalte resurse.

În ipoteza dividendelor constante, apelul la noi aporturi se poate face dacă rata rentabilității viitoarelor investiții este mai mare decât rata dividendelor oferită vechilor acționari.

În ipotezele dividendelor viitoare crescătoare cu o rată constantă, sau cu una variabilă, rentabilitatea investițiilor realizate cu aceste aporturi noi trebuie să depășească atât rata dividendelor la vechile acțiuni cât și rata anuală de creștere.

Constituirea capitalurilor firmei din noi aporturi se face numai dacă investițiile, finanțate de acestea, asigură un surplus monetar suficient să

asigure remunerarea proprietarilor la nivelul cerut de aceștia creându-se însă și resurse pentru dezvoltarea, modernizarea sau reutilizarea firmei. Aceste rezultate, suplimentare obținute, peste costul capitalurilor utilizate, pot asigura realizarea unor investiții profitabile ca o condiție pentru îndeplinirea obiectivului gestiunii financiare – creșterea bogăției acționarilor.

3.2.2 Costul împrumuturilor și impactul său asupra eficienței capitalului fix

Funcție de profilul și tipul firmei, capitalurile împrumutate pentru finanțarea investițiilor în active imobilizate au surse variate.

În principiu, toate formele de finanțare prin împrumuturi, cunoscute în economia de piață, sunt accesibile societăților pe acțiuni, cotate la bursă. Accesul pe piața financiară este, însă, aproape prohibit pentru firmele mici și medii, deoarece garanția pe care acestea o oferă potențialilor investitori este minimă, iar riscul lor economic este foarte mare. Chiar împrumutul bancar pe termen mediu și lung este mai greu obținut de către această ultimă categorie de întreprinderi. Totuși există suficiente surse financiare în economia de piață care pot să răspundă nevoilor de fonduri ale firmelor personale și parteneriale.

Sunt trei forme principale de împrumut practicate pentru finanțarea unei întreprinderi: creditul bancar, împrumutul obligatar și leasingul. Pot fi incluse în această grupă și acțiunile preferențiale (acțiunile cu dividend prioritar) care, prin caracterul fix al veniturilor și responsabilitatea juridică a firmei, în caz de lichidare a activității, se asimilează obligațiunile.

Costurile împrumutului bancar. În general estimarea costului oricărui împrumut este o operațiune mai ușoară, datorită faptului că este un

cost explicit și are o determinare obiectivă - rata dobânzii pe piață, la un moment dat. Există tendința de a confunda dobânda cu care s-a contractat creditul cu costul acestuia. Deși, aparent ideea este corectă, totuși în realitate cheltuielile financiare pe care le ocazionatează datoriile contractate la bănci sau la publicul investitor, trebuie ajustate cu economia fiscală. Faptul că obligațiile de piață în contul dobânzilor se achită înainte de a calcula profitul impozabil, creează pentru firmă un efect favorabil de potențare a rentabilității financiare. Efectul fiscal al datoriei se înțelege că are valabilitate doar pentru firmele care obțin profit. Putem vorbi, în această situație, de o dobândă aparentă și de o dobândă efectivă. Costul unui capital împrumutat poate fi scris, în modul cel mai general, cu ajutorul relației:⁶²

$$K_d = r(1 - T), \text{ unde:}$$

r – rata dobânzii

T – rata impozitului.

În economia de piață este frecventă practica evaluării datoriilor firmei la valoarea de piață și deci utilizarea unui cost actuarial. Prin urmare, se justifică, pe deplin, teoria potrivit căreia costul capitalului împrumutat constituie rata de actualizare care egalizează valoarea încasărilor inițiale cu valoarea prezentă a plăților viitoare.

Calculul actuarial, realizat cu această ocazie, pune în evidență cerințele eficientizării proceselor de constituire și utilizare a capitalului prin împrumuturi și anume:

- constituirea, în prezent, a capitalului prin împrumuturi determină, în viitor, obligația restituirii sale, precum și piața unei dobânzi, operațiune posibilă doar dacă se asigură utilizarea lui în condiții de rentabilitate;

⁶² Cocriș V. - Op. cit. P.164

- folosirea, în prezent, a acestui capital trebuie să conducă, în viitor, nu doar la recuperarea cheltuielilor cu investițiile, ci și la obținerea unui profit suficient pentru piața acestor dobânzi. Aceasta presupune faptul că rentabilitatea este precis dimensionată, situație ce conduce la concluzia că eficientizarea procesului de constituire și utilizare a fondurilor întreprinderii se realizează doar când toate destinațiile prevăzute din profit sunt acoperite.

În varianta larg practică, a creditului bancar, calculul costului actuarial necesită de la bun început o precizare: nu se referă la creditele deja angajate de întreprindere, ci la cele care vor fi utilizate pentru proiectele de investiții. Creditul bancar se încadrează în schema împrumutului indivizibil (care provine dintr-o singură sursă). Pentru orice asemenea împrumut este valabil următorul raționament: dacă firma contractează un împrumut C_0 și se angajează să-l ramburseze prin anuități $(A_1, A_2, A_3, \dots, A_t)$, costul creditului este rata K_c care rezolvă egalitatea:

$$C_0 = \sum_{t=1}^n \frac{A_t}{(1 + K_c)^t}$$

Deoarece intervine economia fiscală, nivelul anuităților de rambursat trebuie redus cu valoarea anuală a acesteia. Anuitatea este data de relația:

$$A_t = r * C_{t-1} + a_t$$

unde:

A_t - anuitatea anuală,

r - rata dobânzii,

C_{t-1} - creditul rămas de rambursat,

a_t - amortizarea anuală (rata scadentă anuală).

Economia fiscală este dată în aceste condiții de relația:

Economia fiscală = $r * C_{t-1} * T$, de aici,

Costul după impozit al creditului bancar este rata K_c care rezolvă egalitatea:

$$C_0 = \sum_{t=1}^n \frac{A_t - r * C_{t-1} * T}{(1 + K_c)^t}, \text{ care se mai poate scrie:}$$

$$C_0 = \sum_{t=1}^n \frac{[r * C_{t-1} (1 - T) + a_t]}{(1 + K_c)^t}, \text{ unde:}$$

T este cota impozitului de profit.

Deși se mai pune problema luării în considerare și a cheltuielilor care intervin atunci când se contractează un credit (comisioane diverse, cheltuieli de dosar etc), considerăm că nivelul acestora este nesemnificativ și nu modifică decât în mica măsură rezultatul final.

Comparativ cu volumul dobânzilor aferente împrumuturilor contractate cheltuielile ocazionate de obținerea capitalului împrumutat sunt foarte mici. Acceptarea de către stat a diminuării profitului înainte de impozitare, cu cheltuielile privind dobânzile și cu a celor ocazionate de acordarea împrumuturilor, înseamnă un ajutor oferit întreprinderii în efortul făcut pentru recuperarea costului capitalului împrumutat. În fapt, statul participă prin aceasta la acoperirea unor cheltuieli care privesc activitatea întreprinderii diminuându-i costul de suportat pentru capitalul împrumutat (sumele chiar dacă nu sunt costuri de producție reprezintă totuși obligații ce decurg din procesul procurării fondurilor). Scutite de impozitare aceste deduceri se concretizează în profitul net mai mare, potențând eficiența capitalurilor întreprinderii.

În fapt, costul efectiv al capitalurilor împrumutate se reduce în felul acesta și este mai ușor de suportat, iar folosirea creditelor în constituirea capitalurilor pentru investiții devine atractivă.

Dimensiunea dobânzilor datorate împrumutătorilor depinde, pe lângă volumul creditelor, de rata dobânzii. Cu cât rata este mai mare cu atât cheltuielile ce ar trebui suportate de întreprindere din rezultatele financiare sunt mai mari.

Mărimea costului actuarial al creditului bancar depinde, desigur, de clauzele contractului de credit privind rambursarea, diferențiindu-se dacă se practică anuități constante, sau o singură dată la expirarea termenului, etc., sau dacă plata dobânzilor se face anual, semestrial, trimestrial sau lunar. Funcție de aceste condiții diferă și costul actuarial al creditului bancar. În condițiile în care rata dobânzii depășește 100%, situații întâlnite în țara noastră, metodele prezentate își păstrează relevanța.

Procedeele de calcul trebuiesc însă adaptate, deoarece dacă întreprinderea este rentabilă și în cazul utilizării unor credite cu dobândă de peste 100%, metodele sunt perfect valabile.

Avantajele fiscale nete sunt determinate după aplicarea cotei impozitului pe profit. Cu cât nivelul cotei este mai mare, cu atât creșterile de profit net sunt mai importante pentru întreprindere.

Costul împrumutului obligatar. Costul capitalului procurat prin emisiune de obligațiuni este rata de randament necesară pentru ca publicul să investească în titlurile emise de firmă. Din punct de vedere al întreprinderii, costul împrumutului obligatar reprezintă rata dobânzii care egalizează valoarea încasărilor inițiate cu valoarea actualizată a plăților viitoare, în care se includ: cupoanele plătite semianual sau anual deținătorilor de obligațiuni (dobânda sau venitul), rambursările sau răscumpărările de obligațiuni (care pot fi pe parcurs prin tragare la sorți sau prin stabilirea inițială a unor loturi și la maturitate) la valoarea promisă la maturitate.

Considerând că, prețul de ofertă sau de emisiune este P_0 , dobânda este i , valoarea la maturitate este M , costul împrumutului obligatar este variabila K_d care rezolvă ecuația: $P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{i}{(1+K_d)^t} + \frac{M}{(1+K_d)^t}$. Întrucât obligațiunile pot fi emise la valoarea lor ajunsă la maturitate, sau sub aceasta de cele mai multe ori, și destul de rar peste acest nivel, calculul costului capitalului procurat pe seama obligațiunilor trebuie adaptat situațiilor concrete. Când prețul de emisiune al obligațiunilor este egal cu venitul la maturitate rata dobânzii este egală cu venitul la maturitate, (cuponul prevăzut). Deci, costul înainte de impozite este egal cu rata dobânzii cuponului.

Plățile privind dobânzile făcute către deținătorii de obligațiuni sunt deductibile din venitul impozabil al firmei și prin urmare costul real al capitalului este ca și la creditul bancar, cel rămas după determinarea impozitului:

$$K_i = K_d(1 - T), \text{ unde:}$$

K_i este costul efectiv al împrumutului obligatar,

K_d este costul înainte de impozit egal cu rata cuponului la maturitate.

Cea mai simplă modalitate de calcul al costului efectiv al obligațiunilor "par value" constă în aplicarea formulei expuse mai sus, conform căreia se influențează costul înainte de impozitare K_d , cu rata impozitului, T . Dacă avem în vedere cheltuielile de emisiune, atunci, P_0 reprezintă valoarea netă și nu valoarea nominală a obligațiunii.

În cazul obligațiunilor emise mai sus valoarea nominală (cu prima de emisiune sau de rambursare) este mai mică decât rata dobânzii predominantă pe piața obligațiunilor. Dacă firma emite N obligațiuni cu valoarea nominală V și le vinde la prețul P_E ea va încasa $N * P_e$ capitaluri.

Dar, firma are posibilitatea să amortizeze prima de emisiune (E) determinată după relația $E = N_x(V - P_E)$ pe măsura rambursării obligațiunilor emise. Dacă rambursează N_t obligațiuni în anul t , poate să constituie o dotare în amortizări a primei de emisiune de un nivel: $N_t/N * E$, care-i permite dacă obține profit, să realizeze o economie fiscală $N_t/N * E * T$.

Această economie fiscală diminuează anuitatea de rambursare. Costul K_i a unui împrumut obligator emis cu primă se obține rezolvând ecuația:

$$N * P_E = \sum_{t=1}^n \frac{\left(A_t - \frac{N_t * E * T}{N}\right)}{(1+K_i)^t}, \text{ unde:}$$

A_t este anuitatea de rambursare la momentul t .

Pentru alte resurse împrumutate, calculul costului, se asimilează la modele prezentate.

În ceea ce privește participarea capitalului împrumutat la constituirea fondurilor pentru exploatare și optimizarea mărimii sale în raport cu capitalurile proprii, poate fi realizată în anumite condiții. Fenomenul de îndatorare și practicarea împrumuturilor are un "suport obiectiv în însuși procesul de producție, care generează formarea de disponibilități bănești la nivelul unor verigi ale economiei și, concomitent, nevoi suplimentare de resurse la alte verigi sub acțiunea unor factori specifici, cum sunt: neconcordanța timpului de producție cu cel de circulație, sezonabilitatea diferitelor activități și caracterul temporar al anumitor nevoi etc."⁶³

Particularitățile formării și utilizării fondurilor prin îndatorare generează anumite restricții și riscuri de care trebuie să țină seama atât împrumutatul cât și împrumutatorul. Astfel, pentru întreprinderea care se

⁶³Ibidem, p.174

îndatorează este absolut necesară cunoașterea costului comparativ al surselor de finanțare utilizabile și a nivelului îndatorării anterioare pentru a opta asupra oportunității și cuantumului noilor împrumuturi. Apelul la îndatorare devine neindicat atunci când costul capitalului împrumutat este mai mare decât cel ce revine folosind alte surse.

Constituirea fondurilor pentru exploatare prin îndatorare, în cazul unei dobânzi ce asigură un cost avantajos al capitalului împrumutat, se pot distinge cel puțin două situații alternative față de care se poate opta. Dacă se urmărește maximizarea profitului, decizia de utilizare a unui împrumut se poate aplica cu succes, atunci când finanțarea parțială, prin vânzarea de obligațiuni, conduce la obținerea unui profit pe o acțiune mai mare decât în cazul emiterii de acțiuni. Atunci când, însă, se urmărește maximizarea cifrei de afaceri, îndatorarea este convenabilă numai dacă se realizează un cost al împrumutului mai mic decât profitul estimat, pe seama valorificării acestui capital.

Practicarea îndatorării întreprinderii în constituirea capitalului necesar face indispensabilă și analiza prin prisma efectului de levier, inclusiv a elementelor de risc pe care le încumbă. Acest efect se referă la sporirea rentabilității capitalurilor proprii pe seama îndatorării conform relației:⁶⁴

$$R_{cp} = R_{ec} + (R_{ec} - d) \frac{D}{C_p},$$

unde:

R_{cp} este rata rentabilității capitalurilor proprii

R_{ec} este rata rentabilității economice

d este rata dobânzii

⁶⁴ Filip Gh. – Îndatorarea și viabilitatea financiară a întreprinderii, Revista Finanțe, Credit, Contabilitate, nr. 8-9/1994, p. 12.

D este datoria

C_p sunt capitalurile proprii

Efectul de levier se produce doar când rata rentabilității economice este mai mare decât rata dobânzii. Marimea efectului de levier depinde de nivelul ratei rentabilității obținute prin utilizarea întregului capital (R_{ec}) și de costul părții de capital împrumutat (d).

Amplificarea efectului pozitiv al îndatorării este posibilă prin valorificarea cu randament superior a tuturor surselor de care dispune întreprinderea, aceasta impunând folosirea integrală și eficientă a întregului capital indiferent de proveniența sa. Ea presupune atât sporirea veniturilor cât și reducerea cheltuielilor de ansamblu, toate acestea reflectându-se în creșterea ratei rentabilității economice.

Pe de altă parte, un factor determinat al mărimii efectului de levier este raportul de proporționalitate dintre capitalul împrumutat și capitalul propriu de care dispune întreprinderea. În cazul unei diferențe pozitive între rata rentabilității economice și rata îndatorării, efectul de levier poate spori odată cu creșterea capitalului împrumutat.

În același timp îndatorarea este o metodă de finanțare riscantă pentru împrumutat, dar și pentru împrumutator. Din punct de vedere al întreprinderii care folosește împrumutul există riscul de a nu face față obligațiilor de plată către creditori, iar la un volum mare al datoriilor exigibile neonorate o poate face insolvabilă, ducând-o la faliment și pierderea capitalului propriu. Acest aspect al practicării îndatorării este cunoscut sub denumirea de risc financiar și apare cu atât mai mare cu cât proporția capitalului împrumutat și dobânzile aferente sunt mai mari iar

rentabilitatea economică este mai redusă.⁶⁵ Amploarea riscului financiar se află în raport invers proporțional cu capacitatea întreprinderii de a-și respecta angajamentele de plată scadente. Riscul financiar se poate manifesta datorită contradicției dintre caracterul imperativ dar și rigidității, ca mărime, a obligației de plată a dobânzii și caracterul aleatoriu, estimat al mărimii profitului obținabil, din care urmează să se facă aceste plăți. Riscul financiar are semnificații contrare efectului de levier a îndatorării, deoarece în cazul unei rentabilități economice reduse, coroborate cu o îndatorare mare la un cost ridicat, implică acoperirea unei părți din costul împrumuturilor pe seama profitului aferent capitalului propriu.

Proporțiile îndatorării în structura de finanțare a întreprinderii depind de strategia de dezvoltare a acesteia de situația existentă la un moment dat pe piața financiară și perspectivele evoluției sale în viitor, ținând seama de mutațiile posibile și consecințele previzibile. Chiar și în cazul unei rate înalte a dobânzii și, deci, a unui cost ridicat al capitalului împrumutat, se poate obține un efect de levier, prin selectarea judicioasă, de către întreprinderi, a acțiunilor finanțate prin îndatorare, asigurând utilizarea cu eficiență maximă și accelerarea rotației întregului capital. Pentru o apreciere mai realistă a riscului financiar este necesar ca rata îndatorării ce se ia în considerare să fie concepută și stabilită într-un mod mai adecvat, diferit față de raportul dintre capitalul împrumutat și cel propriu luat în calculul efectului de levier. Un asemenea indicator trebuie să exprime măsura în care întreprinderea este datornică altor persoane juridice și/sau fizice în raport cu activele totale de care dispune la un moment dat.

⁶⁵Ibidem, p.14.

Reflectând și gradul de independență financiară a întreprinderii, rata datoriei poate fi determinată pe baza relației:⁶⁶

$$r_d = \frac{D}{A_t} * 100,$$

unde:

r_d reprezintă rata datoriei,

D sunt datoriile totale,

A_t sunt activele totale.

În principiu, o rata înaltă a îndatorării implică un risc financiar mai mare. Acest indicator măsoară partea din active, finanțate din datorii, sau în caz de faliment proporția din capitalul întreprinderii ce trebuie utilizată pentru a restitui împrumuturile către creditorii. Nu se iau în calcul cheltuielile financiare ocazionate de îndatorare care sunt ca mărime dependente de rata dobânzii și de durata de folosire a împrumutului. În aceste condiții devine posibil ca la aceeași rată a îndatorării, două sau mai multe întreprinderi să prezinte riscuri financiare diferite, ca o consecință a mărimii diferite a cheltuielilor financiare suportate de fiecare. Raționamentul este valabil și atunci când se referă la aceeași întreprindere, dar pentru perioade de gestiune în care cheltuielile financiare și/sau rentabilitatea economică, respectiv capacitatea de plată înregistrează evoluții diferite.

3.2.3. Impactul costului resurselor interne asupra eficienței capitalului fix

⁶⁶Ibidem, p.15.

Indiferent de tipul întreprinderii, resursele proprii de finanțare cuprind: profitul reținut pe rezerve după distribuirea dividendelor sau a plăților destinate asociaților și a participării salariaților la profit, amortizarea destinată înlocuirii activelor imobilizate, sumele provenite din lichidarea activelor imobilizate scoase din funcțiune la expirarea duratei de viață sau din vânzarea celor scoase din funcțiune înainte de termen. Toate aceste resurse financiare proprii au un cost implicit, astfel spus, raționamentul se face în termeni de oportunitate.

Procedeele de calcul ale costului capitalurilor proprii diferă după cum este vorba de o societate pe acțiuni, sau o firmă personală, partenerială etc. Pentru aceasta din urmă nu se pun probleme deosebite în calculul costului capitalurilor, întrucât modelul prezentat în cazul aporturilor proprietarului sau asociaților își mențin valabilitatea.

În cazul societăților pe acțiuni, însă, aportul are un cost explicit. Se impune, deci, un alt model de evaluare în a cărui elaborare trebuie să ținem seama de două puncte de vedere diferite. Există un punct de vedere al acționarilor, după care aceștia consideră că întotdeauna se găsește o utilizare mai rentabilă a profiturilor reținute la dispoziția întreprinderii. Ipoteza plasamentului în acțiuni este cea mai realistă. Acțiunile le-ar oferi un randament care corespunde cu costul capitalului, K , pentru întreprinderea care se finanțează prin emisiune de acțiuni. Din această perspectivă, costul pentru acționari a profitului nedistribuit în dividende este similar cu costul aporturilor, prin emisiunea de acțiuni la firmele proprii. Se impune precizarea că, în ipoteza în care acționarii încasează tot profitul net al societății, ei nu pot să reinvestească decât o parte, deoarece trebuie să plătească impozitul pe venitul personal. În acest caz, randamentul ulterior al

plasamentului său financiar trebuie judecat pornind de la suma efectivă pe care aceștia o pot investi.

Costul profitului integral distribuit corespunde în practică cu costul acțiunilor noi, multiplicat cu coeficientul $(1 - T)$, T fiind rata marginală de impozitare a veniturilor acționarilor. Deci, costul profitului nedistribuit K_{nd} (al autofinanțării) este din punct de vedere al acționarilor, calculat după relația:

$$K_{nd} = K(1 - T)$$

În măsura în care, pentru majoritatea acționarilor, dividendele pe care ei le vor primi completează alte venituri, T este o rată de impunere marginală. Pe de altă parte, dacă analizăm ansamblul acțiunilor, T este o rată medie, în sensul că, nu toți acționarii sunt impozitați marginal cu același nivel al ratei. Insuficiența cunoașterii a unei asemenea rate, care să caracterizeze piața financiară în întregime, limitează în practică aplicabilitatea raționamentului precedent.

În al doilea rând, raționamentul se mai poate fundamenta pe baza punctului de vedere al întreprinderii. Acesta are de făcut alegerea între investițiile reale (active imobilizate corporale) și investiții financiare. Dacă utilizează profitul reținut pentru finanțarea investițiilor reale sau directe, întreprinderea suportă un cost de oportunitate egal cu randamentul celor mai bune plasamente având un risc comparabil cu proiectele de investiții proprii.

În ceea ce privește amortizarea și încasările rezultate din lichidarea activelor imobilizate corporale, acestea dacă nu ar fi utilizate pentru constituirea și utilizarea fondurilor destinate investițiilor de înlocuire, ar trebui restituite celor care le-au pus la dispoziția firmei: acționari și creditori. Costul lor este egal cu media ponderată a costului capitalurilor

⁶⁷ Cocriș V., Ișan V., - Op. cit., p. 140.

proprie și a celor împrumutate. Folosirea resurselor interne în constituirea capitalurilor întreprinderii consolidează autonomia financiară a acesteia. Costul acestor resurse corespunde, cum este și normal, costului aportului de capital. Or, această cotă este, de regulă, mai mare decât costul capitalurilor împrumutate. Din această cauză, firma trebuie să-și constituie fondurile din resurse interne doar dacă costul lor este mai mic decât costul împrumuturilor, iar rata rentabilității investițiilor le este superioară. Constituirea în condiții de eficiență a fondurilor întreprinderii se poate realiza și dacă resursele interne au un cost mai mare decât cel al capitalului împrumutat, cu condiția că rentabilitatea investițiilor să fie superioară costurilor menționate. În felul acesta, resursele interne, mai scumpe, completează în mod eficient, alte resurse folosite în constituirea capitalurilor întreprinderii.

3.2.4. Costul mediu ponderat și costul marginal - criterii de sporire a eficienței capitalului fix

Costul capitalului este un subiect major ce trebuie abordat pentru a asigura maximizarea valorii firmei, iar pentru aceasta managerii financiari trebuie să minimizeze costurile tuturor intrărilor, fapt pentru care trebuie să fie capabili să-l măsoare.

Estimarea costului capitalurilor este necesară pentru fundamentarea deciziilor privind alocarea acestora dar și a celor ce privesc contractarea unui leasing, rambursarea unui împrumut obligatar etc. Sarcina managerului financiar este de a structura în așa maniera sursele de capital încât să satisfacă nevoile de fonduri cu cheltuieli minime. Cheltuielile cu sursele de capitaluri sunt proporționale cu prețul lor. Aceste cheltuieli reprezintă în

ansamblu, media ponderată a costului de piață a surselor de capitaluri, adică a celor împrumutate și a celor proprii.

Minimizarea costului capitalurilor asigură siguranța supraviețuirii întreprinderii și un puternic suport pentru dezvoltarea acesteia. Sursa de plată a costului capitalurilor o reprezintă surplusul monetar degajat în procesul utilizării acestora.

Odată cu contractarea surselor de constituire în vederea utilizării a fondurilor, întreprinderea "amanetează" o parte a surplusului monetar sperat a fi obținut în vederea achitării prețului acestora. Costul capitalurilor exprimă pentru întreprindere o sarcină, în principal, rigidă, fixă comparativ cu mărimea surplusului monetar care are un caracter aleatoriu, probabilistic în a fi obținut la nivelul așteptat, datorită riscurilor întâlnite în procesele de utilizare. Estimarea costurilor capitalurilor în funcție de sursele folosite de către firme se poate face cu ajutorul metodelor prezentate, cu deosebire pentru societățile cotate la bursă. În practică, ipoteza cea mai uzitată este cea care se bazează pe creșterea constantă a dividendelor. Rata de creștere este anticipată pe baza datelor înregistrate anterior de întreprindere.

Pentru celelalte tipuri de acțiuni, evaluarea trebuie să pornească de la psihologia investitorilor. Ei își bazează anticipațiile privind rata viitoare de creștere a dividendului pe creșterea realizată în anul trecut, randamentele și câștigurile de fonduri curente, ratele de reținere a profiturilor de către firmă, condițiile piețelor deservite de firmă, etc. Acestea presupun un model complex din punct de vedere teoretic, dar care, în practică, se reduce cel mai adesea la estimările analiștilor.

Pe de altă parte, constatăm că nu toate societățile pe acțiuni sunt cotate la bursă și nu toate distribuie dividende. În această situație, metoda de capitalizare a dividendelor este nepotrivită pentru a determina costul

capitalului propriu. Cei care cumpără asemenea acțiuni se așteaptă să le vândă în viitor la un preț mai mare decât prețul curent, realizând astfel un câștig de capital. Anticipațiile investitorilor sunt reflectate în următorul mod de calcul:

$$P_0 = \frac{P_t}{(1+K_c)^t},$$

unde: P_t este prețul așteptat al acțiunii în momentul t .

Deși, teoretic, modelul este posibil și chiar simplu de aplicat, totuși din punct de vedere practic integrarea expectativelor investitorilor în modelul de calcul a costului capitalului propriu este deosebit de dificilă pentru o firmă necotată la bursă.

O metodă mult mai directă și mai facilă oferă posibilitatea determinării costului aporturilor de fonduri proprii pentru toate categoriile de firme. Este vorba de un cumul între prima de risc specifică proiectului de investiții al firmei respective (R_f) și rata de randament (R_p) a activelor financiare fără risc (bonurile de tezaur):

$$K_c = R_f + R_p$$

Economiștii care utilizează această metodă se bazează pe studiul randamentelor istorice la acțiuni și obligațiuni și pe diferența între randamentul mediu (dividend plus câștigul de capital) pe acțiuni și randamentul mediu pe obligațiuni, ca primă de risc a acțiunilor. Metoda conține o anumită doză de subiectivitate care provine, pe de o parte, din estimarea primei de risc specifică firmei, iar pe de altă parte, din inadecvarea ei pentru firmele a căror stocuri de acțiuni nu relevă o tendință de creștere regulată a dividendului.

În cazul societăților pe acțiuni cotate la bursă, teoria financiară a propus, iar practica financiară a validat, o metoda obiectivă de estimare a primei de risc denumită „metoda evaluării activelor financiare de echilibru

(C.A.P.M.)”.⁶⁸ Această metodă se fondează pe teoria portofoliilor și pleacă de la premisa că riscul unei acțiuni este bazat pe sensibilitatea randamentului sau la modificarea nivelului randamentului pentru toate titlurile financiare existente pe piață. Metoda evaluării activelor financiare de echilibru implică parcurgerea unor etape:⁶⁹

- estimarea ratei de randament a activului financiar fără risc (R_f) considerat a fi bonul de tezaur;
- estimarea riscului acțiunilor firmei prin calcularea variabilității randamentului acesteia în funcție de variabilitatea întregii piețe de capital. Acest indice al riscului este cunoscut sub denumirea de coeficient (β) al acțiunilor . Astfel, o acțiune cu risc mediu are un coeficient β de 1,0 în timp ce acțiunile cu risc ridicat au acest coeficient mai mare decât 1,0;
- estimarea ratei de randament mediu al pieței financiare. Acest randament K_M oferă un instrument pentru determinarea modului cum investitorii apreciază riscul măsurat prin β al acțiunilor individuale,
- evaluarea ratei de randament necesară pentru acțiunile firmei;

$$K_c = R_f + \beta(K_M - R_f),$$

unde:

$K_M - R_f$ este prima de risc pe acțiunea medie (caracteristică ansamblului de titluri financiare existente pe piață)

Coeficientul β al firmei se estimează, în mod normal, folosindu-se datele înregistrate în trecut privind relațiile dintre randamentele unui titlu financiar particular și randamentele pieței în ansamblu. Când există

⁶⁸ ColassB. – Gestion financière de l'entreprise, P.U.F., Paris, 1993, p. 505

⁶⁹ Cocriș V., Ișan V., - Op. cit., p. 178

posibilitatea modificării caracteristicilor de risc ale firmei, ca urmare a unei fuziuni, extinderi sau abandonări a unei linii de fabricații, atunci coeficientul β nu are prea multă utilitate.

Costul capitalurilor are un rol deosebit de important în fundamentarea deciziei de finanțare a investiției. Această decizie privește randamentele și riscurile individuale ale diferitelor surse de procurare a capitalurilor constituite de firmă și utilizate de aceasta pentru investiții în active imobilizate.

Decizia de investiție se referă la fluxurile caracteristice obiectivului iar, acestea sunt luate în calcul prin rata de rentabilitate sau prin valoarea netă.

Eficientizarea proceselor de constituire și utilizare a capitalurilor pentru crearea de active imobilizate, presupune îmbinarea concluziilor ce decurg din fundamentarea a două decizii deosebite: decizia de investiție și decizia de finanțare.

Prima decizie vizează fluxurile caracteristice obiectivului de investiție, iar eficiența lor este evidențiată de rata rentabilității, valoarea actuală netă, etc. A doua privește fluxurile de finanțare a investiției, eficientizarea urmărind cele mai ridicate randamente ale surselor de constituire ale capitalurilor, precum și cele mai mici riscuri ce decurg din utilizarea lor. Atunci când rata rentabilității unei investiții este inferioară atât ratei dobânzii (ajustate fiscal), cât și costului capitalurilor proprii, atunci proiectul trebuie respins, deoarece este ineficient, conducând la o decapitalizare a întreprinderii.

În schimb, dacă rata rentabilității este mai mare decât costul capitalului propriu și împrumutat, comparația fiind făcută cu fiecare în parte, atunci procesul de constituire a fondurilor întreprinderii pentru

investiții se poate desfășura, deoarece sunt asigurate premise ale eficientizării acestuia.

Dacă rata internă de rentabilitate este mai mică decât costul capitalurilor proprii, dar mai mare decât costul capitalului împrumutat, managerii sunt dispuși să finanțeze în totalitate investițiile prin împrumuturi. De regulă, finanțarea prin împrumut este condiționată de existența unei anumite proporții de fonduri proprii. În această situație managerii trebuie să ia în considerare atât fondurile proprii cât și cele împrumutate. El determină un cost ponderat al capitalurilor.

Faptul că unele surse de capitaluri sunt mai ieftine decât altele, ar putea să conducă la ideea că finanțarea investițiilor trebuie să fie efectuată doar pe seama acelor surse.

În general riscul investitorilor este mai mic pentru credite decât pentru acțiuni sau alte fonduri proprii, ceea ce face ca datoria (credit bancar sau împrumut obligatar) să aibă costul cel mai redus pentru întreprindere, iar fondurile proprii, costul cel mai ridicat. Însă, pentru firmă, riscul financiar crește pe măsura creșterii ponderii îndatorării în structura financiară. Desigur, faptul că, ratele dobânzii sunt mai mici decât randamentul cerut de firmă pentru capitalurile proprii (dividend plus câștiguri de capital), determină reducerea costului global mediu al capitalurilor, pe măsura creșterii ponderii datoriei. Această tendință este contracarată de creșterea riscului financiar al firmei, iar de la un anumit punct costul ponderat al capitalurilor crește. Se ajunge la ideea care pledează pentru o combinație de surse în finanțarea proiectelor de investiții. O altă problemă în crearea structurii financiare a întreprinderii, privește regula prudenței financiare care susține că investițiile în active imobilizate trebuie să fie acoperite din surse cu aceeași durată, deci pe termen mediu și lung.

Cu alte cuvinte, costul capitalurilor permanente, definit ca medie ponderată a costurilor fiecărei surse de finanțare într-o perspectivă strategică ne interesează ca rată de actualizare. Se estimează costul fiecărei componente a fondurilor pe care firma le va obține în viitor pentru finanțarea proiectelor de investiții. Costul istoric al capitalurilor nu are relevanță în determinarea cheltuielilor viitoare de investiții în active imobilizate.

În acest context eficientizarea procesului de constituire a fondurilor pentru investiții în active imobilizate necesită stabilirea ponderii considerate optime a capitalurilor proprii față de total capital utilizat.

Expresia generală a costului ponderat al capitalului (K_g) este următoarea:

$$K_g = \left(\frac{C_p}{C_p + D} \right) * K_p + \left(\frac{D}{C_p + D} \right) * K_d, \text{ unde:}$$

$\frac{C_p}{C_p + D}$ este ponderea capitalului propriu în structura capitalului permanent al firmei;

K_p este costul capitalului propriu;

$\frac{D}{C_p + D}$ este ponderea datoriei în structura capitalului permanent al firmei;

K_d este costul capitalului împrumutat.

Costul mediu al capitalurilor reprezintă un nivel minim, obligatoriu al rentabilității investițiilor în care sunt angajate acestea.

Rentabilitatea obținută în urma utilizării capitalurilor în investiții în active imobilizate trebuie să acopere costul cert, ca mărime a obligațiilor, iar pentru aceasta este necesar să se acționeze în două direcții:

- sporirea eficienței utilizării capitalurilor investite, exprimată prin creșterea rentabilității economice, și,
- programarea unui cost mediu minim.

Mărimea costului mediu al capitalurilor depinde atât de proporția fiecărei componente a fondurilor destinate investițiilor, în totalul capitalurilor, cât și de costul lor individual.

Deci, un cost mediu mic, ce înseamnă obligații minime, asumate într-un viitor incert, se poate obține, fie utilizând doar un capital ieftin, asigurând o proporție mare de capitaluri ieftine și una mai mică de capitaluri scumpe, fie realizând o combinație de capitaluri foarte ieftine, ieftine și mai scumpe. Cert este că elementul dominant trebuie să-l dețină capitalurile ieftine și foarte ieftine, acestea având rol de diminuare a obligațiilor totale ale întreprinderii către deținătorii de capitaluri.

În felul acesta, profitul rămas după onorarea obligațiilor față de furnizorii de capitaluri este maxim, creându-se premise favorabile pentru folosirea lui în vederea dezvoltării firmei sau pentru alte destinații, care să consolideze poziția acesteia în mediul economic în care acționează.

3.2.5. Randamentul maxim – criteriu de eficientizare a constituirii și utilizării capitalului fix

Extinderea principiului, din teoria economică neoclasică, potrivit căruia întreprinderea trebuie să aloce fonduri până la punctul în care venitul marginal (valoarea ultimei unități de output) este egal cu costul marginal (costul ultimei unități de input), la decizia de constituire și utilizare a fondurilor pentru investiții în active imobilizate, revine la a căuta punctul în care valoarea de piață a întreprinderii este maximizată. Pentru a se realiza

acest lucru este necesar ca randamentul sperat al proiectului de investiții propus de firmă să fie cel puțin la nivelul randamentului solicitat de investitori, în condiții date de risc și incertitudine.

Corespondentul măsurabil al utilităților rezultate dintr-o activitate este randamentul fondurilor angajate de firmă.

Termenul de randament este răspândit în fizică, în tehnică, dar el s-a încetățenit și în limbajul economic și în acest domeniu se spune că investitorul speră, nu un supliment de venit, de valoare sau utilitate, ci un randament. Dacă acest randament se raportează însă la mărimea fondurilor alocate sau a capitalului angajat, atunci se obține o rată de randament. În condițiile lumii reale, rata randamentului nu este o mărime matematică ci una economică, deoarece include și riscul mediu asumat de investitor care în momentul plasamentului nu cunoaște cu certitudine viitorul. El va solicita pentru investiția realizată, fie că este în calitate de acționar, obligatar sau bancher un randament pe măsura riscului asumat.

Randamentul sau productivitatea capitalului (r) este "un raport între venitul pe care un capital permite utilizatorului să îl obțină (V), și acel capital (K)".⁷⁰

$$r = \frac{V}{K}$$

Indicatorul semnifică venitul obtenabil pentru fiecare unitate bănească de capital investit. Randamentul capitalului este foarte sugestiv în aprecierea eficienței procesului de constituire și utilizare a capitalurilor întreprinderii pentru investiții. În selectarea proiectelor de investiții este acceptat acela la care randamentul oferă posibilitatea acoperirii cheltuielilor de investiții precum și a celor care privesc costul capitalului.

⁷⁰Dixeco de L'economie, Dunod, Paris, 1980, p.25

Numai valorificând cel mai eficient fiecare unitate bănească, se creează mijloace pentru refacerea factorilor de producție consumați și pentru plata obligațiilor ce decurg din constituirea capitalurilor. Recuperarea cheltuielilor de investiții este condiția minimă, dar nu suficientă de la care se pornește în aprecierea eficienței folosirii capitalurilor cu această destinație.

Deoarece din surplusul monetar se achită costul capitalurilor este necesar de calculat randamentul fondurilor și în funcție de acest rezultat și nu doar de totalitatea veniturilor. Astfel determinat indicatorul arată cât surplus monetar se obține la fiecare unitate bănească de capital investit și este extrem de util în aprecierea capacității întreprinderii, ca din rezultatele obținute, să acopere datoriile către proprietari și împrumutatori, la nivelul obligațiilor asumate. Cu cât acest randament este mai mare, cu atât crește și capacitatea întreprinderii de a apela la fonduri, eventual mai scumpe.

Eficientizarea procesului de constituire și utilizare a capitalurilor firmei pentru investiții impune ca din profiturile rămase după acoperirea costului capitalului să se asigure dezvoltarea firmei. Aceasta înseamnă că trebuie acceptate doar acele proiecte de investiții care estimează randamente maxime, folosind capitaluri care au costuri minime.

Variantele proiectelor de investiții presupun mărimi diferite ale capitalurilor ce urmează a fi angajate precum și a rezultatelor obtenabile. Din această cauză sunt utile concluziile desprinse din folosirea randamentelor marginale. Randamentul marginal exprimă sporul de venit obținut prin creșterea cu o unitate a fondurilor investite.

În teoria și practica economică se obișnuiește să se vorbească de eficacitatea marginală, sau productivitatea capitalului, care reprezintă

raportul dintre valoarea creșterii outputului și valoarea creșterii capitalului investit($\Delta V/\Delta I$).⁷¹

Compararea randamentului marginal cu costul marginal oferă aprecieri asupra oportunității angajării unor fonduri mai mari în investiții, precum și soluții pentru alegerea surselor cele mai ieftine. Prin această comparație se optimizează structura capitalurilor, în sensul că se aleg proiectele cu randamentul marginal cel mai mare și costul marginal șel mai mic, amplificând în acest fel eficiența procesului de constituire și utilizare a fondurilor întreprinderii pentru investiții.

Pentru întreprindere acesta este costul capitalurilor procurate, indiferent de sursă. Existența pieței monetare și a celei financiare oferă o diversitate de variante de procurare a fondurilor pentru investiții în active imobilizate.

Pe de altă parte deținătorii de economii, persoane fizice sau juridice au numeroase alternative de a le valorifica. Astfel, persoanele fizice pot utiliza propriile economii pentru crearea de depozite bancare, achiziționarea unor acțiuni, obligațiuni sau bonuri de tezaur, etc. Firmele pot la rândul lor să folosească fluxurile de lichidități rezultate din profitul nedistribuit la acționari sau asociați precum și amortizarea activelor imobilizate corporat, pentru efectuarea de participații financiare la alte firme, să investească în extinderi modernizări, proiecte strategice, să le distribuie în totalitate proprietarilor etc.

Marea varietate a posibilităților de valorificare a economiilor oferă remunerări diferite proprietarilor lor, din partea utilizatorilor. Un lucru este cert, nu există niciun capital gratuit.

⁷¹ Cocriș V., Ișan V. – Economia afacerilor, Editura Graphix, vol. 3, Iași, 1995, p. 151

"Nu există niciodată într-o întreprindere resurse gratuite, fie căeste mare sau mică, cotate în bursă sau proprietatea unei familii. Problema este de a găsi o măsură a costului explicit a fiecărei surse de finanțare."⁷²

Când se au în vedere rezultatele obținute, nu la un leu investit, ci în funcție de totalul capitalului, mărimea randamentului poate fi exprimată prin dimensiunea surplusului monetar.

Dacă surplusul monetar este realizat la o mărime inferioară costului capitalurilor, se produce fenomenul de "decapitalizare" urmare a folosirii unor acumulări anterioare (fonduri de rezervă, eventual chiar aporturi inițiale) pentru achitarea prețului importurilor.

Dacă procesul decapitalizării este continuu și de mare amploare, atunci întreprinderea este condamnată la dispariție.

Când surplusul monetar este superior costului capitalurilor, diferența poate fi utilizată pentru modernizare sau dezvoltare, oferind premise favorabile creșterii valorii de piață a întreprinderii. Pentru a evita decapitalizarea firmei, managerii financiari au obligația fundamentală de a alege doar acele costuri ale capitalurilor care implică cele mai mici obligații de plată. Aceasta este prima formă de protecție împotriva riscului financiar.

Eforturile de minimizare a costurilor trebuie dublate de cele care privesc selectarea doar a acelor procese de utilizare a fondurilor care prezintă cele mai bune rentabilități, dar și o protecție sigură împotriva riscurilor.

Venitul marginal în cazul proiectelor de investiții sau randamentul sperat, poate fi asimilat cu rata internă de rentabilitate, iar costul marginal se poate substitui prin costul capitalurilor firmei.

⁷² Levasseur M. – Finance, Economica, Paris, 1990, p. 631

Compararea randamentului estimat al proiectului de investiții în active imobilizate și costul capitalurilor firmei utilizate cu această destinație trebuie să constituie criteriul fundamental de apreciere a oportunității și rentabilității investițiilor.

Astfel, în cazul unei societăți comerciale aplicarea acestui criteriu conduce la o serie de concluzii utile în selectarea proiectelor de investiții pornind de la următoarele date (tabelul nr. 1.)

Firma poate obține fonduri în sumă de 8 milioane lei, cu un cost marginal de 10%, iar pentru sume suplimentare, datorita modificării clauzei de risc, costul este de 12%.

Tabel nr. 1.

Costurile de realizare a investițiilor în active imobilizate și randamentele estimate la societatea studiată sunt:

| Proiectele de investiții | Costul investițiilor (mii lei) | Rata estimată a randamentelor (%) | Costul marginal al capitalului (%) |
|--------------------------|-----------------------------------|--------------------------------------|------------------------------------|
| 1. | 3.000 | 18 | 10 |
| 2. | 1.000 | 16 | 10 |
| 3. | 4.000 | 14 | 10 |
| 4. | 3.000 | 12 | 10 |
| 5. | 3.000 | 9 | 10 |

Pentru a-și maximiza valoarea de piață, întreprinderea trebuie să accepte doar proiectele unu, doi, trei și patru din cele cinci programate, deoarece numai în cazul acestora, randamentele scontate sunt superioare costului marginal al capitalurilor (c.m.c) ce urmează a se angaja (Fig.12).

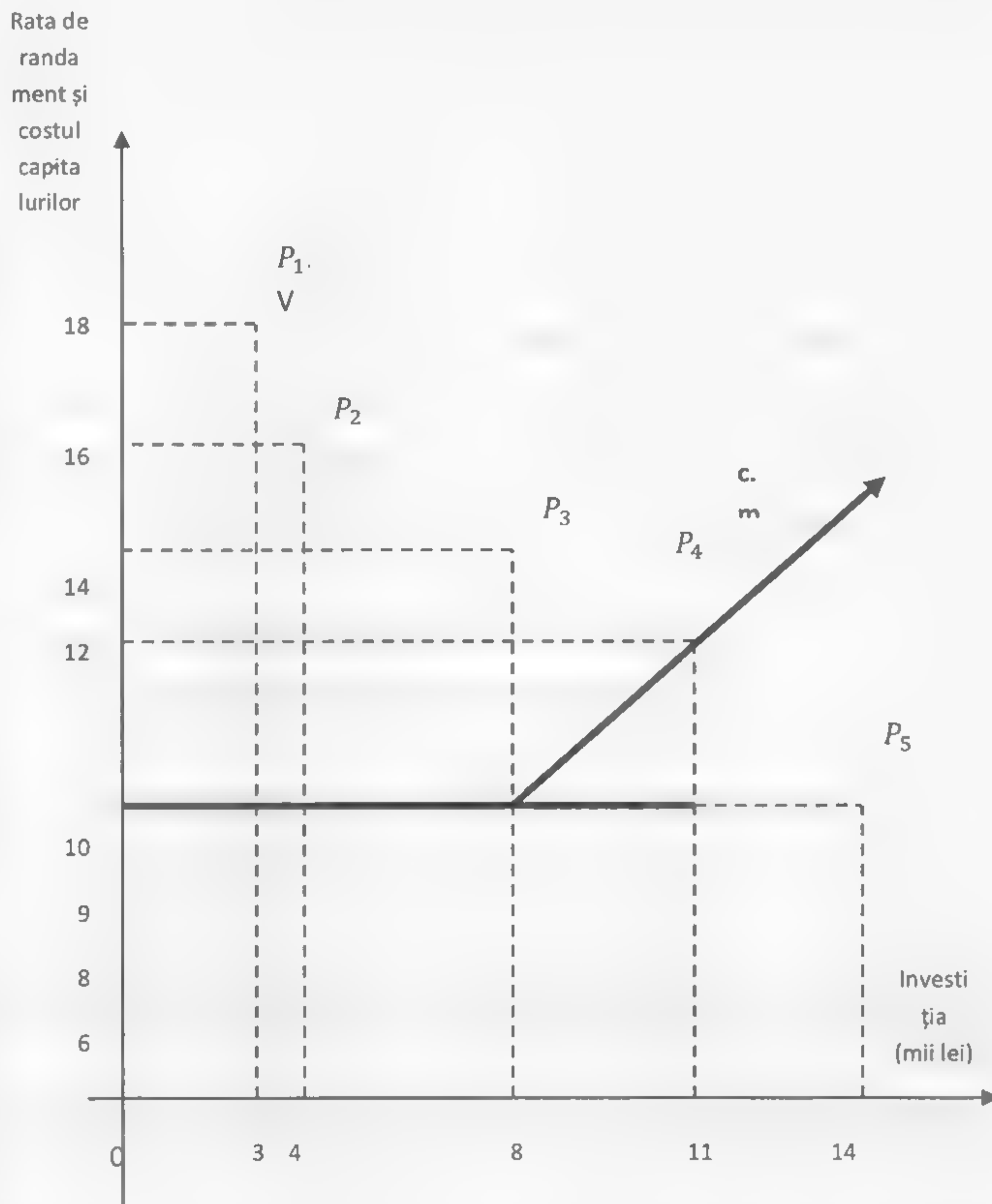


Fig.12 Selectarea proiectelor de investiții în funcție de costul marginal al capitalurilor la o societate comercială

Din reprezentarea grafică se poate lesne constata că doar proiectele ce au randamente ale fondurilor pentru investiții de 12%, 14% și 16% sau 18% pot acoperi cheltuielile ce privesc costul marginal al capitalurilor care este de 12%. Orice sporire de capital (de 100 unități monetare) înseamnă o solicitare suplimentară de surplus monetar, pentru plata costului acestuia, de 12 unități monetare, pe care procesul de utilizare a fondurilor trebuie să-l producă.

Pentru proiectul nr.5, costul marginal de 12% depășește randamentul sperat de 9%, iar utilizarea în acest caz a capitalului face imposibilă crearea, din surplusul monetar, de mijloace pentru achitarea costului său. În această situație apare fenomenul de decapitalizare sau chiar de faliment a firmei.

Proiectul nr.1 oferă prin randamentul său, mijloace pentru stingerea obligațiilor privind costul marginal al oricărei majorări de capital (oferind astfel flexibilitate maximă), și profituri pentru dezvoltarea întreprinderii. Acest randament maxim obținabil al capitalurilor pentru investiții crează condiții pentru realizarea a ceea ce în literatura de specialitate este denumită viabilitatea financiară a întreprinderii.⁷³

⁷³ Filip Gh. – Viabilitatea financiară a întreprinderii și îndatorarea, *Finanțe, Credit Contabilitate*, nr. 8-9/1994

3.3. Structura financiară, riscul și optimizarea proceselor de constituire și utilizare a capitalurilor întreprinderii

3.3.1. Teorii privind structura financiară optimă a întreprinderii (prin prisma investițiilor)

Incidența structurii capitalului permanent asupra valorii firmei este subiectul unei impresionante munci de cercetare. O parte din teoriile elaborate susțin că structura financiară are un rol neutru asupra valorii firmei. Cele mai numeroase construcții teoretice demonstrează însă contrariul, în sensul că structura financiară optimă are un efect pozitiv asupra valorii de piață a întreprinderii.

Legătura între eficientizarea procesului de constituire - utilizare a capitalurilor prin optimizarea structurii financiare și realizarea obiectivului managementului firmei, respectiv sporirea valorii de piață a acesteia, poate fi pusă în evidență cu ajutorul următoarelor relații:

- valoarea unei acțiuni este:

$$P_0 = \frac{D_1}{K_s}, \text{ unde:}$$

P_0 - este prețul curent al acțiunii;

D_1 - dividendele în numerar, în sumă constantă;

K_s - rata cerută a rentabilității capitalurilor acționarilor investitori.

- în cazul că toate câștigurile sunt plătite exclusiv sub formă de dividende în numerar, ecuația poate fi scrisă:

$$P_0 = \frac{C_{pa}}{K_s}, \text{ unde:}$$

C_{pa} - sunt câștigurile pe o acțiune, iar

- pentru toate acțiunile firmei relația devine:

$$S = \frac{E}{K_s}, \text{ unde:}$$

s - este valoarea totală de piață a acțiunilor firmei.

Dacă avem în vedere faptul că suma valorilor de piață ale tuturor acțiunilor firmei exprimă valoarea de piață a acesteia, atunci relația mai sus amintită apare în mod evident.

Între teoriile în care este implicată eficientizarea procesului de constituire - utilizare a capitalurilor întreprinderii, prin optimizarea structurii financiare remarcă: teoria clasică sau tradițională, teoria lui Miller și Modigliani și teoria modernă.

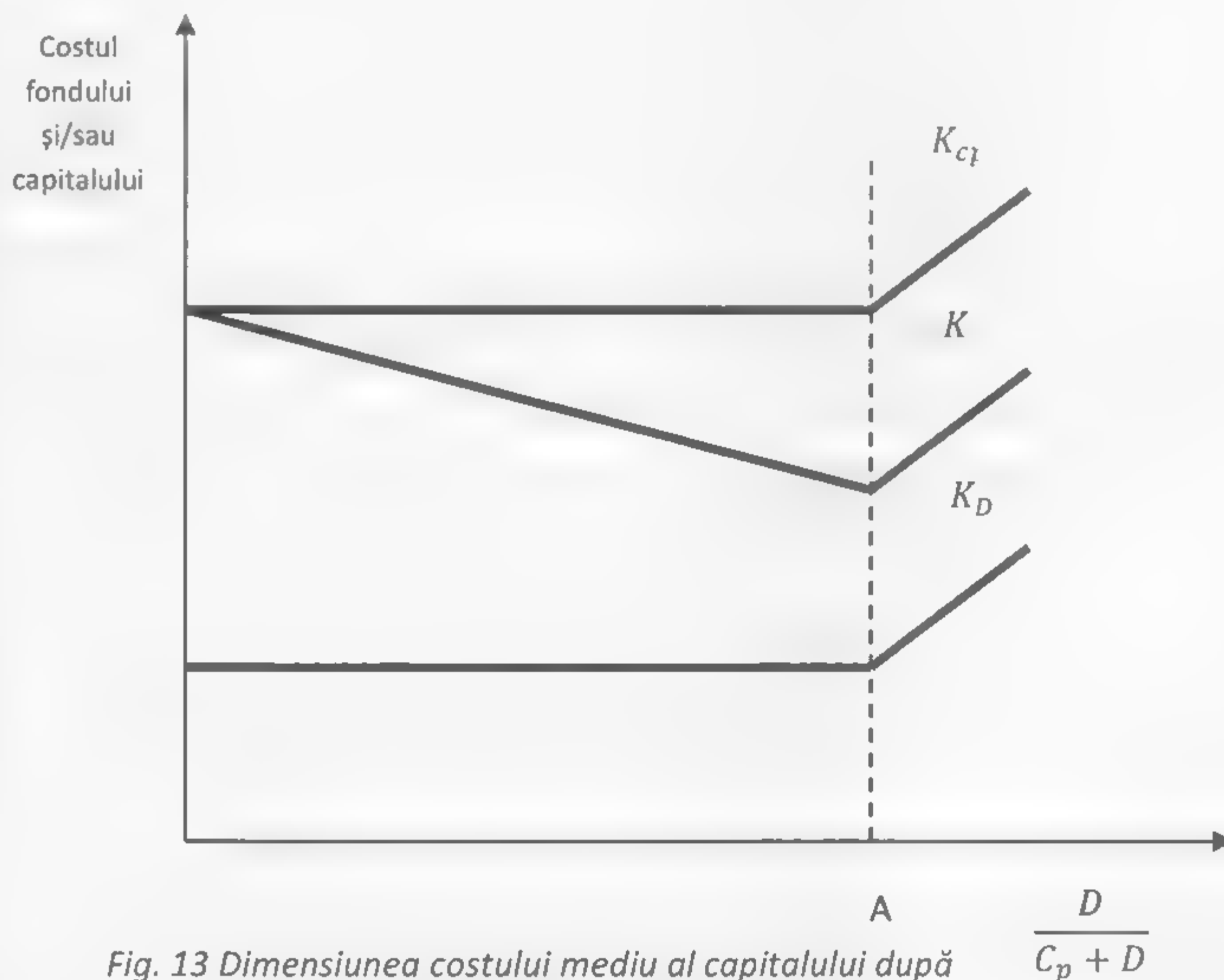


Fig. 13 Dimensiunea costului mediu al capitalului după
teoria clasică

Teoria clasică sau tradițională privind structura financiară a firmei consideră că între structura financiară și valoarea de piață a firmei nu există nicio legătură. Ea își propune ca prin minimizarea costurilor capitalului întreprinderii să se optimizeze structura financiară a acesteia. În mod implicit, prin optimizarea structurii financiare are loc și eficientizarea procesului de constituire - utilizare a capitalurilor firmei, percepută prin sporirea câștigurilor oferite acționarilor. Grafic, teoria clasică privind costul capitalurilor firmei se prezintă ca în figura 13.

Deși mărimea îndatorării sporește, costul acesteia K_D rămâne constant, atât timp cât creditorii nu percep nicio expunere semnificativă la creșterea riscului de neonorare a obligațiilor firmei față de aceștia.

Într-un anumit punct "A", creditorii consideră că datoria a atins o proporție critică, sporind totodată riscul financiar, din care cauză cer o compensare mai mare pentru asumarea acestui risc.

Costul capitalului propriu K_{cp} este superior costului datoriilor în toate cazurile, din cauză că acționarii cer compensații mai mari decât creditorii, deoarece suportă două riscuri, cel al afacerilor cât și cel financiar. O firmă solvabilă trebuie să plătească dobânda pentru împrumuturi dar, nu este obligată să declare dividende pentru plata acționarilor, dacă dorește să-și conserve numerarul. În situația falimentului, creditorii trebuiesc plătiți în întregime, înainte de orice distribuire de dividende acționarilor.

Teoria clasică a structurii financiare susține că atât acționarii cât și creditorii se tem de o îndatorare prea mare. Ca urmare, atunci când proporția datoriei crește dincolo de un punct critic, notat de noi cu "A" (fig. 13), costul capitalului propriu sporește, pentru a-i compensa pe acționari pentru expunerea lor, într-o măsură mai mare riscului neonorării obligațiilor de plată față de ei, de către firmă. Atâta vreme cât firma poate împrumuta

capitaluri ieftine, costul mediu scade. Costul mediu al capitalului (compus în proporția cea mai mare posibilă din capitaluri ieftine și în cea mai mică posibilă din capitaluri scumpe) este la nivelul cel mai scăzut în punctul "A". Din acest punct, costul mediu începe să crească datorită sporirii costurilor ambelor surse de finanțare K .

Conform teoriei clasice, procesul de constituire a capitalurilor este eficientizat în punctul A, unde structura financiară este optimă, iar :

- costul capitalurilor permanente este minim,
- ponderea datoriei are cel mai bun nivel.

Această teorie are anumite semnificații. În primul rând, aceasta presupune că managerul financiar trebuie să gestioneze proporția datoriei pentru a păstra structura capitalului în punctul optim.

Teoria clasică nu oferă managerului posibilitatea concretă prin care să găsească punctul optim, acest lucru necesitând încercări repetate. În plus, elaborarea teoretică având ca subiect structura capitalului susține că localizarea punctului optim poate varia de la un domeniu de activitate la altul și în funcție de schimbările ce au loc în economie din cauza fazelor ciclului afacerilor. O altă consecință a teoriei clasice este aceea conform căreia firma trebuie să-și sporească noile fonduri într-o proporție care să asigure menținerea structurii optime.

Teoriile financiare ulterioare abordează într-un mod mai complex relația dintre procesul de constituire - utilizare a fondurilor pentru investiții în active imobilizate (prin optimizarea structurii financiare), costurile acestora și creșterea valorii întreprinderii.

Începând cu anul 1958, doi economiști americani, Franco Modigliani și Merton Miller, își concentrează preocupările științifice legate de studierea relației dintre costul capitalurilor, structura acestora și valoarea

de piață a întreprinderii. Pentru coerența și profunzimea construcțiilor teoretice aceștia primesc în anul 1985 premiul Nobel pentru economie.

Într-o primă variantă, teoria lui Miller și Modigliani se sprijină pe câteva premise:

- firma utilizează doar două modalități de finanțare, acțiuni comune și împrumuturi;
- firma nu plătește nici un fel de taxe sau impozite.

În aceste condiții, o investiție de 400.000 unități monetare finanțată în întregime prin acțiuni comune și în urma căreia se obține un excedent brut al exploatarei de 100.000 u.m., contribuie la sporirea valorii firmei la 1.000.000 u.m.:

$$S = \frac{100.000}{0,10} = 1.000.000 \text{ u. m.}$$

Ce se întâmplă dacă firma decide să finanțeze investiția de 400.000 u.m. prin contractarea de împrumuturi în locul acțiunilor comune ?

Împrumutul are o rată a dobânzii de 6%, notată K_b , astfel încât câștigurile (dividendele) disponibile acum pentru deținătorii de acțiuni sunt:

| | |
|-------------------------------------|-------------------------|
| <i>Excedent brut</i> | <i>100.000</i> |
| <i>Dobânda (400.000 x 0,06)</i> | <i>24.000</i> |
| <i>Câștiguri înainte de impozit</i> | <i>76.000</i> |
| <i>Impozit</i> | <i>zero pentru acum</i> |
| <i>Câștiguri după impozit</i> | <i>76.000</i> |

Împărțind câștigurile deținătorilor de acțiuni comune, în sumă de 76.000 u.m. la rata rentabilității, prevăzută de 10%, valoarea aparentă a acțiunilor comune este:

$$\frac{76.000}{0,10} = 760.000 \text{ u.m.}$$

În final, cu valoarea datoriei angajată de 400.000 u.m., valoarea aparentă totală a firmei ar fi:

valoarea totală a firmei (V) = valoarea de piață a acțiunilor comune (S) + valoarea de piață de datorie (B)

$$V = S + B = 760.000 + 400.000 = 1.160.000 \text{ u.m.}$$

Dacă rata rentabilității fondurilor aparținând acționarilor investitori rămâne 10%, simpla utilizare a datoriei în locul finanțării prin capitalurile acționarilor a condus aparent la creșterea valorii firmei de la 1.000.000 u.m. la 1.600.000 u.m. În acest punct, Modigliani și Miller au ridicat o problemă importantă.

Este rezonabil ca rata rentabilității cerute de investitorii de capital (acționari) să rămână neschimbată în timp ce împrumutul, în opoziție cu acțiunile comune, este preferată ca sursă de finanțare? Răspunsul lor este - nu, deoarece riscul a fost sporit din cauză că folosirea împrumutului provoacă o scurgere de cash-flow înainte de a ajunge ceva la acționarii comuni. Acest risc cuprinde posibilitatea de a nu primi un câștig, precum și creșterea variabilității câștigurilor pe o acțiune, convenite pentru un levier financiar sporit.

Modigliani și Miller au dezvoltat modelul lor făcând următoarele presupuneri suplimentare celor deja menționate:

- *Piața capitalurilor este perfectă.* Într-o piață perfectă a capitalurilor cumpărarea și vânzarea titlurilor de valoare nu implică costuri de tranzacție (sau taxe de brokeraj). Toți investitorii au acces legal și fără

niciun cost la informații și există un număr mare de cumpărători individuali, niciunul dintre aceștia neputând afecta individual prețul pieței.

- *Datoria (împrumutul) este fără risc.* Orice împrumut contractat de investitori este de obicei un împrumut sigur (fără risc) indiferent cât este de mare. Prin urmare, rata dobânzii, pentru tot împrumutul, este o rata fără risc.

- *Clasele riscului.* Toate firmele pot fi grupate în clase de risc pe baza variației excedentului lor brut.

- *Estimații omogene.* Investitorii individuali sunt de acord asupra valorii a venitului viitor al firmei, adică media excedentului brut al firmei înregistrat în diferite perioade.

În mod corespunzător, cei doi economiști au dedus următoarele două propoziții referitoare la evaluarea titlurilor de valoare în firme cu structuri diferite ale capitalului:

Propoziția 1. Valoarea de echilibru pe piață a oricărei firme este independentă de structura sa de capital și este dată prin capitalizarea excedentului său brut estimat prin rata potrivită pentru o firmă care își asigură finanțarea doar din capitalurile acționarilor, K_S^U , în clasa sa de risc:⁷⁴

$$V_L = S_L + B = \frac{EB}{K_S^U} = V_U$$

unde:

V_L - valoarea de piață pentru o firmă, care are mai multe forme de finanțare;

S_L - valoarea de piață a acțiunilor firmei;

⁷⁴ Pinches E. – Essentials of Financial Management, Harper Collins Publishers, Kansas, 1990, p. 405

K_S^U - rata rentabilității cerută a capitalurilor acționarilor investitori pentru o asemenea firmă (cu finanțare doar pe seama capitalurilor acționarilor);

V_U - valoarea de piață pentru o firmă finanțată numai prin capitalurile acționarilor.

EB - excedentul brut al exploatarei.

Propoziția 2. Costul capitalurilor aparținând acționarilor pentru o firmă care-și asigură finanțarea numai din acest fel de capitaluri (K_S^U) este egal cu rata corespunzătoare a capitalurilor pentru o astfel de firmă - în interiorul clasei de risc, (K_S^U), plus o primă de risc egală cu raportul dintre datorie și capitalul acționarilor, înmulțit cu diferența dintre rata rentabilității cerută de acționari (K_S^U) și costul datoriei, (K_b):

$$K_S^L = K_S^U + (K_S^U - K_b)(B/S_L)$$

Considerând cele două propoziții împreună, cei doi economiști concluzionează că în cazul "fără taxe și impozite" nu există avantaj sau dezavantaj față de finanțarea cu acțiuni comune. Orice economii din finanțarea prin contractarea de împrumuturi sunt imediat compensate de o mai mare rentabilitate cerută de deținătorii de acțiuni comune (datorată riscului financiar mai mare), lăsând firma și acționarii în aceeași situație ca înainte.

Valoarea totală de piață a firmei trebuie să rămână 1.000.000 u.m. ($V_L = V_U$), pentru că nimic din valoare nu a fost creat. Ne putem gândi la împrumut ca fiind un proiect al valorii nete actualizate zero; de aceea $V_L = V_U$. Prin deducerea datoriei de 400.000 u.m., observăm că valoarea acțiunilor, S_L , este 600.000 u.m. deoarece câștigurile înainte de impozit pentru deținătorii acțiunilor comune sunt de 76.000 u.m., relația poate fi soluționată pentru rentabilitatea cerută (fixă) pe capitalul acționarilor (K_S^L):

$$K_S^L = \frac{\sum \text{câștiguri/acțiune}}{\sum \text{valoare de piață a acțiunilor}} = \frac{76.000}{600.000} = 0,1267 = 12,678\%$$

Alternativ, putem utiliza în mod direct relația:

$$\begin{aligned} K_S^L &= K_S^U + (K_S^U - K_b)(B/S_L) \\ &= 10\% + (10\% - 6\%)(400.000/600.000) = 12,67\% \end{aligned}$$

Acționarii investitori, deținători de acțiuni comune, nici nu au câștigat, nici nu au pierdut din utilizarea împrumutului în cazul "fără taxe și impozite". Astfel, valoarea firmei nu se schimbă, în schimb, creșterea riscului financiar determină creșterea ratei rentabilității financiare, așa încât orice câștig, aparent rezultat din utilizarea unei finanțări mai ieftine prin împrumuturi, este complet echilibrat.

Deoarece valoarea de piață a firmei nu se schimbă odata cu levierul financiar, în cazul "fără taxe și impozite" media ponderată a costului de capital este, de asemenea, constantă.

Pe măsură ce valoarea firmei sporește, întreprinderea înlocuiește împrumuturi mai ieftine cu un capital al acționarilor mai scump.

Deoarece riscul financiar crește pe măsura mișcării spre dreapta, rata rentabilității cerute crește, așa încât se compensează cu beneficiul provenit din finanțarea printr-un împrumut ieftin.

Când firma este finanțată numai prin capitalul acționarilor, media ponderată a costului capitalului său este egală cu K_S^U , care este, în exemplul nostru, de 10%. În cazul "fără impozite" media ponderată a costului capitalului trebuie să rămână 10% când datoria se ridică la 40%.

Utilizând ecuația avem:

$$(MPCC) = K_b W_{datorie} + K_S^L W_{acțiunicomune}$$

$$= 6\% * \frac{400.000}{1.000.000} + 12,67\% * \frac{600.000}{1.000.000}$$

$$= 6\% * 0,4 + 12,67\% * 0,6 = 2,40\% + 7,60\% = 10,0\%$$

unde, $MPCC$ este media ponderată a costului capitalului, iar $W_{datorie}$ este ponderea datoriei sau a acțiunilor comune în totalul capitalului.

Pe măsură ce firma sporește efectul levierului financiar, valoarea firmei rămâne constantă. Media ponderată a costului capitalului rămâne constantă și insensibilă la efectul de levier financiar, iar valoarea firmei și costul capitalului sunt independente de acest efect (în absența taxelor și a impozitelor).

Modelul Miller și Modigliani cu impozit pe profit presupune că se introduce în exemplu, impozitul pe profit cu o cotă de 30%. Pentru un excedent brut de 100.000 u.m. firma are nevoie de o investiție de 400.000 u.m.:

| | |
|-------------------------------------|----------------|
| Excedent brut | 100.000 |
| Dobândă | 0 |
| Câștiguri înainte de impozit | 100.000 |
| Impozit (30%) | 30.000 |
| Câștiguri după impozit | 70.000 |

Deoarece sunt angajate numai acțiuni commune, rata rentabilității cerute este de 10%, adică ($K_S^U = 10\%$), valoarea totală a firmei ($S = V_U$), este egală cu valoarea acțiunilor, respective:

$$V_U = S = \frac{\text{excedentul brut}(1 - T)}{K_S^U} = \frac{70.000}{0,10} = 700.000 \text{ u.m.}$$

Ce se întâmplă când se utilizează un împrumut de 400.000 u.m. în locul capitalului acționarilor?

Cu 400.000 împrumut, la 6% rată a dobânzii, valoarea totală a dobânzii este de 24.000 u.m.:

| | |
|-------------------------------------|----------------|
| Excedent brut | 100.000 |
| Dobânda K_b^B | 24.000 |
| Câștiguri înainte de impozit | 76.000 |
| Impozit (30%) | 22.800 |
| Câștiguri după impozit | 53.200 |

În această situație, costul surselor aferente tuturor investițiilor are două componente:

- 53.200 u.m. plăți acționarilor, ceea ce se traduce în expresia:

$$(\text{excedent brut} - K_b^B)(1 - T),$$
- (2)24.000 u.m. dobânda, (K_b^B), plătită deținătorilor de obligațiuni.

Deci în total:

$$\text{plata investitorilor}_L = (\text{excedentul brut} - K_b^B)(1 - T) + K_b^B,$$

Ceea ce este echivalent cu:

$$\text{plata către investitori}_L = (\text{excedentul brut} - K_b^B)(1 - T) + K_b^B,$$

$$L = EB * (1 - T) + TK_b^B$$

Pentru a găsi valoarea V_L a firmei, trebuie să determinăm valoarea prezentă a ecuației. Termenul TK_b^B reprezintă o *scutire de impozit* (prin acceptarea de către stat a unor cheltuieli deductibile din profitul impozabil,

cheltuielile cu plata dobânzii pentru datoria contractată). Deoarece toate împrumuturile sunt lipsite de risc, valoarea prezentă a scutirii de impozite datorită dobânzii plătite (V_L) poate fi găsită prin împărțirea la K_b , astfel obținem:

$$V_L = \frac{\text{excedent brut} * (1 - T)}{K_S^U} + \frac{TK_b^B}{K_b}$$

Pe baza ecuației putem scrie:

$$V_L = V_U + TB, \text{ unde } TB \text{ este scutirea de impozit (datorită cheltuielilor cu dobânda).}$$

Dacă, în situația dată, datoria (împrumutul) este $B = 400.000$ u.m. (toate sunt obligațiuni);

$$V_L = 700.000 + 0,30 * 400.000 = 820.000 \text{ u.m.}$$

și deoarece $V_L = S_L + B$ deci,

$$S_L = V_L - B$$

iar pentru situația considerată, $S_L = 820.000 - 400.000 = 420.000$ u.m.

Dacă raportul datorie/capital acționarilor, B/S_L , este de $400.000/420.000$, același rezultat poate fi obținut prin ajustarea propoziției 2, pentru situația cu taxe și impozite, după cum urmează:

$$\begin{aligned} K_S^U &= K_S^U + (K_S^U - K_b)(1 - T)(B/S_L) \\ &= 10\% + (10\% - 6\%)(1 - 0,30)(400.000/420.000) \\ &= 10\% + 2,8\%(95,2\%) = 10\% + 2,67\% = 12,67\% \\ S_L &= \frac{(\text{excedentul brut} - K_b^B)(1 - T)}{K_S^L} = \frac{53.200}{0,1268} = 420.000 \text{ u.m.} \end{aligned}$$

Prin utilizarea levierului financiar, a crescut valoarea totală a firmei de la 700.000 u.m. la 820.000 u.m.. Aceasta este compusă din creșterea valorii

datorită utilizării acțiunilor $S_L = 420.000$ u.m. și a împrumuturilor (obligațiunilor), $B = 400.000$ u.m.

În cazul finanțării doar prin acțiuni comune, media ponderată a costului capitalului (MPCC) este egală cu costul capitalului acționarilor, K_S , care este 10%. O dată datoria introdusă, utilizăm din nou ecuația pentru a determina costul capitalului:

$$\begin{aligned} MPCC &= K_b(1 - T) \left(\frac{B}{B + S} \right) + K_S^L \left(\frac{S}{B + S} \right) \\ &= 6\%(1 - 0,30) \frac{400.000}{400.000 + 420.000} + 12,67\% \frac{420.000}{820.000} \\ &= 2,05\% + 6,49\% = 8,54\% \end{aligned}$$

Comparativ:

| | Finanțare exclusivă prin acțiuni | Finanțare combinată (acțiuni și împrumut – obligațiuni) |
|---|-------------------------------------|---|
| Valoarea totală a acțiunilor | 700.000 | 420.000 |
| Valoarea totală a datoriei | 0 | 400.000 |
| Valoarea totală a firmei | 700.000 | 820.000 |
| Rentabilitatea capitalului cerută de acționari | 10% | 12,67% |
| Media ponderată a capitalului | 10% | 8,54% |

Efectul propagat prin aplicarea (după deducerea dobânzilor) a impozitului pe profit, introdus în model, semnifică faptul că guvernul acordă o subvenție pentru utilizarea împrumutului. Atât timp cât firmele sunt profitabile acest lucru este important, deoarece dobânda este o cheltuială deductibilă din profitul impozabil.

Prin utilizarea împrumutului, firma poate să crească valoarea sa totală și să micșoreze costul mediu ponderat al capitalului. Riscul financiar crește pe măsura contractării împrumutului, ilustrată prin creșterea costului acțiunilor comune, (K_S^L). Chiar și cu această creștere a riscului financiar, modul de calcul a impozitului pe profit are ca efect subvenționarea utilizării împrumutului, ceea ce are ca rezultat o creștere a efectului levierului financiar care conduce la creșterea valorii totale a firmei și descreșterea costului capitalului pentru firma respectivă. Atât timp cât firma este profitabilă, utilizarea îndatorării este avantajoasă.

Firmele sunt cointerestate datorită avantajelor fiscale, să se finanțeze exclusiv prin împrumuturi. Analiza făcută de Miller și Modigliani este însă foarte mult simplificată și se bazează pe un anumit număr de presupuneri, în realitate, trebuie avut în vedere și alți factori, precum:

- costurile financiare ale falimentului;
- costuri "de agenție";
- argumentul personal al lui Miller referitor la impozit;
- informațiile asimetrice.

Costurile falimentului includ costuri legale și alte costuri directe asociate cu procedurile ce previn falimentul sau reorganizarea firmei. Acestea sunt costurile legate de căderea firmei și numai avocații beneficiază de pe urma lor.

Pe lângă costurile directe, sunt alte costuri indirecte asociate dificultăților financiare, care includ:

- comenzile anulate (și pierderi din vânzări) datorate clienților alarmați de starea firmei;
- proiectele de investiții cu profitabilitate amânată (exemplu: valoarea prezentă netă pozitivă) dacă acestea nu produc imediat cash-flow;

- ineficiența cauzată de plecarea angajaților cheie sau de distragerea atenției de la problemele conducerii firmei;
- pierderea flexibilității financiare.

Suma costurilor directe și indirecte reprezintă costurile financiare ale falimentului, care afectează și costul datoriei, și costul capitalului acționarilor (deoarece atât obligatarii cât și acționarii cer o remunerare mai mare).

Dacă, în acord cu studiile efectuate în acest sens, costurile directe reprezintă cam 3% din valoarea firmei, iar împreună cu costurile indirecte reprezintă aproximativ 10% - 15% din valoarea firmei; putem concluziona că acestea sunt destul de mari pentru a putea afecta valoarea firmei.⁷⁵ Atât timp cât costurile financiare și scutirile de impozit nu ne pot indica o posibilă structură capitalului, se poate sugera că:

- firmele cu o probabilitate mai mare în a se confrunta cu pericole financiare, vor împrumuta mai puțin;
- firmele cu rate ale impozitelor mai înalte primesc o subvenție mai însemnată și vor împrumuta mai mult.

O ofertă de schimb reprezintă oferta firmei de a schimba acțiunile ei comune contra obligațiunilor sale, sau invers. Pot apărea două situații în care structura capitalului este afectată, iar o creștere a datoriei conduce la creșterea remunerării pretinse de acționari.

Costurile de agenție. Aceste costuri pot să apară datorită prezenței acționarilor, managerilor și obligatarilor. Mai întâi să considerăm acționarii și managerii. Atât timp cât firma este deținută și condusă de un singurîntreprinzător, nu pot să apară complicații. În această situațieîntreprinzătorul maximizează propria bogăție, balansând combinația

⁷⁵Ibidem, p. 408.

salarii câștig suplimentar special, (cum ar fi: o mașină a companiei, un birou luxos și altele), și valoarea de piață a acțiunilor comune ale firmei.

Pe măsură ce firma se dezvoltă, întreprinzătorul trebuie să-și asigure nevoile financiare cu ajutorul fondurilor externe, emițând acțiuni comune sau obligațiuni. Mai mult, pe măsura dezvoltării firmei, cei care asigură noul capital (patronii) deleagă autoritatea de decizie unui grup de management, separat (acesta este agentul a cărui prezență determină cheltuiala amintită), delegare care poate duce la un conflict de interese, fie între agent și patron, fie între patroni. Asemenea conflicte pot fi rezolvate numai prin costurile ce agenție, care diminuează valoarea firmei.

Diferența între prețul acțiunii fără probleme, cu existență agenției și prețul când există "problema agenției" apărută prin vânzarea de acțiuni emise pentru procurarea capitalurilor noi necesare investițiilor, reprezintă un cost de agenție care conduce la reducerea valorii firmei. Pe de altă parte, întreprinzătorul și noii co-proprietari pot intra într-un acord, prin care să asigure că întreprinzătorul va acționa în interesul tuturor acționarilor, din care cauză nu va apare un cost "de agenție".

O altă formă a problemei "de agenție" apare între acționari și obligatari. Dacă împrumutul este mai riscant, tendința va fi de transformare a obligațiunilor în acțiuni și, pentru a preveni o astfel de expropriere a bogăției lor, obligatarii vor cere tipuri variate asigurării și mecanisme de supraveghere. Costul creerii acestor instrumente este un alt cost de agenție.

Deci, costurile de agenție sunt generate de relațiile de agenție definite ca fiind un contract prin care o persoană oarecare recurge la serviciul unui terț pentru a îndeplini, în numele sau și pentru contul său o sarcină precisă.⁷⁶ Acestea sunt de fapt relații de mandat, prin care un

⁷⁶ Pinches G. – Op. cit., p.413

mandatar execută dispozițiile date de mandant. Practicarea acestor relații este menită să aplaneze conflictele dintre părți, în cazul în speță, dintre acționari și managerii întreprinderii.

Prin urmare, repartiția optimală între datoriile pe termen lung și capitalurile proprii este aceea, care luând în considerare costurile de agenție maximizează valoarea firmei. În aceste condiții optimul este dat de nivelul minim al costurilor totale de agenție.

Valoarea firmei cu o structură a capitalului care cuprinde atât acțiuni, cât și obligațiuni și care include costuri financiare "de faliment" și "de agenție", V_L , la început crește, dar apoi descrește la un nivel mai mic decât cel corespunzător unei firme de tipul celei prezentate în modelul Miller și Modigliani situația "cu taxe", V_L . Există o structură optimă a capitalului B^*/S în care avantajele provenite din împrumuturi sunt compensate cu suma valorii prezente a costurilor financiare ale "falimentului" și "de agenție".

$$V_L = V_U + \begin{array}{l} \text{valoarea} \\ \text{prezentă a} \\ \text{economiiilor din} \\ \text{taxe} \end{array} - \begin{array}{l} \text{valoarea} \\ \text{prezentă a} \\ \text{costurilor} \\ \text{financiare ale} \\ \text{falimentului} \end{array} - \begin{array}{l} \text{valoarea} \\ \text{prezentă a} \\ \text{costurilor "de} \\ \text{agenție"} \end{array}$$

Impozitele personale. Modelul lui Miller și Modigliani a inclus impozitul pe profit, dar nu și impozitele personale (pe venitul obținut din deținerea de acțiuni și obligațiuni). Din relația:

$$\begin{aligned} V_L &= V_U + TB \rightarrow \\ \rightarrow G_L &= V_L - V_U = TB, \text{ unde,} \end{aligned}$$

G_L – câștigul obținut din utilizarea levierului financiar, care crește, la fel ca și valoarea firmei, pe măsură ce firma utilizează îndatorarea

(obligațiunile) într-o mai mare măsură. Prin urmare structura optimă a capitalului este 100% obligațiuni.

Dar ce se întâmplă dacă firma utilizează datoria când există impozitul pe profitul firmei și impozite personale? Merton Miller a ajuns la următoarea ecuație:

$$V_L = V_U \left[\frac{(1 - T)(1 - T_{ps})}{(1 - T_{pb})} \right] B$$

unde: T - rata impozitului pe profit;

T_{ps} - rata impozitului pe venitul acțiunilor;

T_{pb} - rata impozitului pe venitul obligațiunii (dobânda).

Avem:

$$G_L = \left[1 + \frac{(1 - T)(1 - T_{ps})}{(1 - T_{pb})} \right] B$$

Cazul particular:

$T_{ps} = 0, T_{pb} = 0, G_L = TB =$ beneficiul firmei după deducerile din profitul impozabil

Incluzând impozitele personale, obiectivul este de a maximiza venitul după toate impozitele calculate atât pentru profitul firmei cât și pentru cele personale). Astfel dacă T_{ps} este mai mică decât T_{pb} , atunci în condițiile constantei altor factori, rentabilitatea înainte de impozitul pe venitul din obligațiuni, trebuie să fie destul de înaltă să compenseze impozitul suplimentar ce trebuie plătit pe venitul din obligațiuni. Dacă această relație nu este adevărată, atunci investitorii nu cumpără niciodată obligațiuni. Chiar dacă firma primește o subvenție, prin deductibilitatea din impozit a plăților privind dobânzile, acest câștig este anulat, deoarece plata dobânzii a fost globalizată pentru a compensa impozitele personale mai mari, ce trebuie plătite pe venitul din dobândă. În consecință, G_L se

diminuează și, de fapt, va dispărea complet dacă $(1 - T_{pb}) = (1 - T)(1 - T_{ps})$. În acest caz rezultatele sunt aceleași ca în modelul Miller și Modigliani "fără impozite" deoarece G_L va fi zero, iar $V_U = V_L$ și, în mod corespunzător suma datoriei utilizată de o firmă nu va avea niciun efect asupra valorii acesteia sau a costului capitalului.

Mai pot fi avute în vedere și alte scutiri din profitul impozabil în afară de cele obținute prin deducerea dobânzii, cum ar fi amortizarea. Acestea servesc la descreșterea venitului impozabil al firmei, ceea ce implică un declin în probabilitatea de a putea utiliza toate scutirile de impozite referitoare la dobânzi.

Informațiile asimetrice. Un studiu alternativ privind examinarea structurii capitalului se bazează pe credința că managerii, ca persoane din interior, dispun de informații la care investitorii, din afară, nu au acces, ceea ce se numește, de obicei, "informații asimetrice". Aceasta fiind situația, alegerea unei structuri a capitalului de către cei din interior poate crea un flux de informații despre firmă către investitori și cauza o schimbare în valoarea firmei.

Punctul de vedere al structurii preferențiale a capitalului susține că nu există un singur nivel optim al datoriei. Mai mult, arată că există o scară a structurii capitalului căreia îndatorarea corespunzătoare este la fel de acceptabilă, adică, în interiorul acestei scări, valoarea firmei, V , este maximizată și media ponderată a costului capitalului este minimizată.

Ideea structurii de perspective a capitalului este consecventă cu teoria recent propusă de Myers, numită teoria ordinii preferențiale care în esență presupune că:

- firmele preferă finanțarea internă deopotrivă din cauza lipsei costurilor de emisiune și evitării influenței disciplinei piețelor financiare.

- ele stabilesc achitarea dividendelor în numerar pe baza oportunităților perceptibile ale investițiilor și doresc să evite orice schimbări bruște în politica dividendelor.

- politicile dividendelor în numerar sunt menținute și nu fluctuațiile previzibile în generarea internă de cash flow și oportunitățile de investiții, ceea ce înseamnă ca cel mai des, cash flow-ul generat intern este mai mare decât cheltuielile de capital și rareori este mai mic. Când cash flow-urile sunt mai mari decât nevoia, firma are o trezorerie pozitivă plătind datoriile sau recuperând unele din acțiunile sale comune. Dacă sunt mai mici, firma micșorează rezerva sa de numerar.

- când finanțarea externă este necesară, firma emite mai întâi obligațiuni, iar acțiunile comune noi sunt privite ca o a doua cale.

Teoria ordinii preferențiale nu stabilește un raport *datorie/capitalul acționarilor* bine definit. Rata actuală a datoriei fiecărei firme reflectă nevoia sa cumulativă pentru finanțarea externă, în condițiile unei profitabilități (cash flow-ul generat intern), și a unei politici a dividendelor și de oportunități de investiții în active imobilizate date. Conform acestei teorii, raportul datorie - capitalul acționarilor va fluctua mereu - probabil în interiorul aceluia interval țintă ($A - B$) pe baza interacțiunii dintre profitabilitate, politica dividendelor și oportunităților investițiilor în active imobilizate.

Teoriile financiare, cu deosebire, teoria lui Miller și Modigliani scot în evidență posibilitățile de eficientizare a procesului de constituire și utilizare a capitalurilor investite în active imobilizate, oferite de optimizarea structurii financiare.

Eficientizarea procesului amintit este pe cât de complexă pe atât de dificilă datorită multitudinii de factori care complică extrem de mult optimizarea compoziției capitalurilor destinate investițiilor.

Rezolvările propuse de cei doi economiști pot reprezenta soluții de înlăptuire a obiectivului managementului financiar al firmei, respectiv de sporire a valorii de piață a acesteia, prin eficientizarea procesului de constituire și utilizare a capitalurilor întreprinderii.

Concluzia care se desprinde este aceea că problema finanțării pe termen lung a activităților întreprinderii este extrem de complexă și este dificil de editat reguli generale de gestiune a îndatorării. Alegerea unui mod de finanțare depinde de un număr mare de factori care trebuiesc cu toții luați în considerare în momentul adoptării deciziei.

Dincolo de interpretările date și soluțiile prezentate, este evident că problema structurii optime a capitalului întreprinderii este înainte de toate o problemă care privește manifestarea autonomiei financiare.⁷⁷ Ea se rezolvă prin decizii financiare, care, pentru a fi bine fundamentate este necesar să se recurgă la ample analize asupra acțiunii tuturor factorilor de influență.

3.3.2 Riscul și creșterea eficienței capitalului fix

Riscul în sens larg, reprezintă o "posibilitate de a ajunge într-o primejdie, de a avea de înfruntat un necaz, sau de suportat o pagubă, un pericol posibil".⁷⁸

Din punct de vedere economic, riscul este interpretat ca posibilitate de apariție a unui eveniment nefavorabil legat de variabilele deciziei

⁷⁷ VoineaGh. – Autonomia financiară și autofinanțarea, Revista Finanțe, Credit, Contabilitate, nr. 5/1992, p. 21.

⁷⁸ Dicționarul explicativ al limbii române, Editura Academiei București, 1984, p. 809.

economice. Spre deosebire de risc, care implică cunoașterea posibilităților de apariție a evenimentelor, incertitudinea semnifică cunoașterea aproximativă a evenimentelor posibile, dar nu și a probabilităților de apariție. Dacă ne referim la investiție, riscul acesteia poate fi definit ca orice situație în care nu se cunosc cu certitudine caracteristicile unui eveniment viitor, dar în care se cunosc, cel puțin, numărul de alternative posibile ale valorilor respective și probabilitatea de apariție a fiecăreia dintre ele.

În mod deosebit procesele de constituire și utilizare a capitalurilor întreprinderii pentru investiții în active imobilizate sunt fondate pe anticipațiile, sau speranțele de câștig ale investitorului. Or, aceste anticipate, pot fi compromise de evenimente a căror surse de producere sunt multiple. Printre cele mai importante surse de risc, în procesul de constituire și utilizare a capitalurilor pentru investiții sunt: eroare în aprecierea oportunității investițiilor, evaluarea incorectă a fenomenelor economice implicate în funcționarea obiectivului (ex. prognoza cererii), amplasarea proiectului în raport cu dimensiunea de ansamblu a activității întreprinderii, modificări imprevizibile ale mediului economic, etc. Fiecărui factor important de influență îi corespunde o categorie de risc, iar analiza riscurilor în investiție presupune o sistematizare a acestor variate riscuri.

Acțiunea firmei într-un mediu economic, căruia doar prin excepție îi poate modifica sensul evoluției (dacă are poziție de monopol absolut), implică influența unor factori care determină variabilitatea performanțelor sale economice (cifra de afaceri, productivitatea, costurile, etc.) cu consecințe asupra performanțelor financiare (excedentul brut al exploatarei, profitul net, fluxul de lichidități, etc.). Din acest punct de vedere, firma se confruntă cu un risc al afacerilor (economic). Cu referire la proiectele de investiții, riscul economic semnifică variabilitatea valorii actuale nete.

"Riscul afacerilor se referă la relativa dispersie a câștigurilor întreprinderii, determinate înainte de calcularea obligațiilor fiscale ale acesteia".⁷⁹

Astfel, studiul statistic al relației dintre probabilitatea producerii riscului afacerilor și mărimea excedentului brut al exploatării, evidențiază că o creștere a riscului afacerilor este însoțită de fluctuații mai mari în evoluția excedentului brut al exploatării.

Riscul afacerilor este cauzat în primul rând de natura operațiunilor efectuate de firmă. Se poate afirma că mărimea riscului afacerilor este dependentă de particularitățile activității în ramura în care operează firma, iar factorii determinanți pot fi:

- sensibilitatea vânzărilor față de fluctuațiile generale economice. Firmele ale căror vânzări fluctuează foarte mult atunci, când se modifică condițiile economice generale, sunt afectate de un risc mai mare al afacerilor;
- gradul de competiție și mărimea firmei. Cu cât este mai mică firma și partea sa de piață, cu atât este mai mare riscul afacerilor;
- levierul de exploatare. Cu cât este mai mare proporția costurilor fixe față de cele variabile, cu atât mai important este levierul de exploatare și de aici un mai mare risc al afacerii. Așa, de exemplu, firmele din industria serviciilor au de obicei costuri de exploatare fixe scăzute, prin urmare un levier de exploatare mai redus. Spre deosebire, oțelăriile au costuri fixe de producție mari și deci un levier de exploatare și risc al afacerii mai mari;
- variația prețului de intrare. Cu cât sunt mai incerte prețurile de intrare pentru produsele firmei, cu atât este mai mare riscul afacerii;

⁷⁹ Pinches E. – Essentials of Financial Management, Harper Collins Publishers, Kansas, 1990, p.167.

- abilitatea de a ajusta prețurile de ieșire. Firmele în situație de monopol sau oligopol au de a face cu o cerere inelastică pentru produsele lor, însă pot avea o mai mare abilitate de a ajusta prețurile de ieșire și deci să se expună la un risc al afacerii mai mic.

În general, riscul afacerii este o funcție directă de deciziile privind investițiile acumulate (capitalul evaluat) ale firmei. Această decizie afectează și natura afacerilor firmei și compoziția activelor sale. Firmele cu un risc al afacerii redus, de obicei, se găsesc în industria și comercializarea produselor alimentare. Activitățile industriale ciclice din oțelării, din fabrici prelucrătoare de cupru și aluminiu, au în general un risc al afacerii crescut. Întreprinderile care utilizează un volum important de capitaluri împrumutate suportă mai mult riscul financiar decât cele care utilizează capitaluri proprii.

Riscul financiar apare, în principiu, ca un rezultat al deciziilor firmei privind finanțarea pe termen lung, în relație directă cu îndatorarea sa și asigurarea capacității sale de plată.

În acest sens "riscul financiar constă în incapacitatea întreprinderii de a face față obligațiilor de plată către creditori (rambursări și dobânzi), iar la un volum mare al datoriilor exigibile poate deveni insolvabilă, ducând-o la faliment și pierderea capitalului propriu".⁸⁰ El este cu atât mai mare cu cât proporțiile capitalului împrumutat și dobânzile aferente sunt mai mari iar rentabilitatea economică mai redusă. Amploarea riscului financiar se află în raport invers proporțional cu capacitatea întreprinderii de a-și respecta angajamentele de plată scadente. Riscul financiar are semnificații contrare efectului (pozitiv) de levier și se manifestă sub incidența unor factori

⁸⁰ Filip Gh. – Îndatorarea și viabilitatea financiară a întreprinderii, Revista Finanțe, Credit, Contabilitate, nr. 8-9/1994, p. 15.

comuni precum: rentabilitatea economică, rata dobânzii și nivelul îndatorării. Riscul financiar se manifestă prin:

1) variabilitatea crescută a câștigurilor disponibile pentru deținătorii de acțiuni comune și

2) probabilitatea crescută a pericolului producerii riscului financiar provocat proprietarilor firmei dacă levierul financiar este utilizat de către firmă. Levierul financiar apare ca urmare a utilizării categoriei de costuri fixe de finanțare. Sursele care generează costuri fixe de finanțare primare sunt împrumuturile și acțiunile preferențiale. Pentru simplificare restrângem aprecierile la sursa majoră a levierului de finanțare și anume: împrumutul. Cum sunt influențate riscul și rentabilitatea cerute ale firmei de către utilizarea îndatorării, ca sursă de finanțare ?

Chiar dacă unele obligațiuni pe termen lung au rate flotante sau variabile, ele sunt totuși o categorie de costuri fixe de finanțare atâta timp cât sunt achitate periodic și au prioritate la plată, față de deținători de acțiuni comune. În aceeași situație sunt și acțiunile preferențiale cu rata ajustată, care au elementele esențiale ale categoriei de costuri fixe.

Efectul levierului financiar asupra eficienței constituirii-utilizării capitalurilor permanente ale întreprinderii este pus în evidență prin mărimea remunerării acțiunilor comune. Efectul de levier se manifestă prin modificările pe care le înregistrează rentabilitatea capitalului propriu pe seama recurgerii la împrumuturi.⁸¹ Probabilitatea producerii riscului financiar depinde de proporția îndatorării în structura financiară. Însă odată cu sporirea îndatorării se obțin o serie de economii fiscale, care sporesc câștigurile pe o acțiune. Exemplu privind trei societăți cu structuri

⁸¹ FilipGh. – Îndatorarea și viabilitatea financiară a întreprinderii, Revista Finanțe, Credit, Contabilitate, nr. 8-9/1994, p. 12

financiare diferite scoate în evidență posibilitatea de eficientizare a procesului de constituire-utilizare a fondurilor prin optimizarea ponderii îndatorării în capitalul permanent. Eficientizarea acestui proces, pentru proprietari, reprezintă într-o primă etapă creșterea câștigului pe o acțiune.

- Structura capitalurilor firmei "A", care nu conține datorii (valorile sunt în milioane lei)

| | |
|--|--------|
| Datorie | 0 |
| Acțiuni comune | 30.000 |
| Total capitaluri ale acționarilor | 30.000 |

- Structura capitalului firmei "B" care prezintă o proporție a datoriei de 20% și o rată a cuponului de 10%.

| | |
|--|--------|
| Datorie | 6.000 |
| Acțiuni comune | 24.000 |
| Total capitaluri ale acționarilor | 30.000 |

- Structura capitalului firmei "C" care are o datorie în proporție de 40% iar rata cuponului este de 10%.

| | |
|--|--------|
| Datorie | 12.000 |
| Acțiuni comune | 18.000 |
| Total capitaluri ale acționarilor | 30.000 |

Exemplul ilustrează impactul asupra câștigurilor pe o acțiune a celor 3 structuri diferite ale capitalului. Pentru structura capitalului firmei "A" câștigul pe o acțiune variază de la 0,72 ($3600/5000$) la 1,68 ($8400/5000$). Corespunzător situațiilor "B" și "C", variația este mai mare, de la 0,81 ($3240/4000$) la 2,01 ($8040/4000$) în cazul îndatorării de 20%, și respectiv la 0,96 ($2880/3000$) la 2,56 ($7680/3000$) când îndatorarea este de 40%.

Pentru a determina impactul riscului financiar asupra eficienței constituirii într-o anumită structură a capitalurilor firmei, trebuie calculat

coeficientul de variație a câștigului pe o acțiune, pentru cele trei structuri diferite.

Examinând aceste date, observăm că variația coeficientului câștigului pe o acțiune este de 0,31 (0,37/1,20) când datoria este 0%, de 33% (0,46/1,41) la structura capitalului cu 20% datorie, și de 0,35 (0,62/1,76) la cel cu 40%) datorie. O creștere a coeficientului de variație înseamnă o creștere a variabilității relative a câștigului pe o acțiune iar riscul financiar sporește odată cu sporirea îndatorării în structura capitalurilor întreprinderii.

| Structura capitalurilor firmelor străine | Câștigul așteptat pe o acțiune | Deviația standard a câștigului pe o acțiune | Coeficientul de variație a câștigului pe o acțiune |
|---|---------------------------------------|--|---|
| A (cu îndatorare – 0%) | 1,20 | 0,37 | 0,31 |
| B (cu îndatorare – 20%) | 1,41 | 0,46 | 0,33 |
| C (cu îndatoare – 40%) | 1,76 | 0,62 | 0,35 |

Dacă erau acțiuni preferențiale, aceste dividende ar trebui deduse din câștig înainte de plata impozitelor pentru a ajunge la câștigurile cuvenite acțiunilor comune. Atunci câștigurile aferente acțiunilor comune trebuiesc împărțite la numărul deținătorilor de acțiuni comune pentru a ajunge la câștigurile pe o acțiune, corespunzătoare firmei.

Coeficientul de variație a câștigurilor pe o acțiune la firma "A" este 0,31 deoarece aceasta reprezintă riscul de bază al afacerii firmei. Datorită faptului că structura capitalurilor firmei "A" nu include datorii, nu prezintă risc financiar. De aici, situația riscantă pentru câștigurile pe o acțiune corespunzătoare structurii "A" a capitalului reflectă doar riscul financiar. Coeficienții de variație corespunzători structurilor "B" și "C" reflectă efectele riscului afacerii și ale riscului financiar. Această parte atribuibilă numai riscului financiar este măsurată de diferența între coeficientul de variație de 0,31 pentru structura "A", de 0,33 pentru structura "B" sau de 0,35 pentru "C".

Pornind de la datele din bilanțurile societăților se poate aprecia eficiența constituirii fondurilor pentru investiții prin crearea unei structuri financiare bune și a fructificării prin aceasta a avantajelor fiscale.

Odată cu sporirea îndatorării în structura capitalului, de la 0 la 20%, apoi la 40%, câștigul pe o acțiune crește de la 1,20 la 1,41 și apoi la 1,76 unități bănești.

Pentru acționari, rezultatele arată că procesul de constituire-utilizare a fondurilor pentru investiții cunoaște o continuă eficientizare. Aceasta se datorează faptului că firma valorifică, cu aceeași rentabilitate, fonduri tot mai mari (prin sporirea îndatorării), fapt ce atrage creșterea excedentului brut al exploatării.

Din aceste excedente se scad înainte de impozitare dobânzi tot mai mari (urmare a creșterii îndatorării) care conduc la economii fiscale. Economiiile fiscale se adaugă, după impozitare, la profiturile ce se repartizează apoi acționarilor. În acest fel câștigul pe o acțiune evoluează de la 1,20 unități monetare (în cazul îndatorării 0) la 1,41 (la îndatorare de 20%) și 1,76 (la îndatorarea de 40%).

| Probabilitatea | 0,31 | 0,33 | 0,35 |
|---|-------------|-------------|-------------|
| Structura capitalului firmei "A" (0% datorie) | | | |
| Excedent brut | 6.000,000 | 10.000,000 | 14.000,000 |
| Dobândă | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| Câștiguri înainte de plata impozitelor | - | - | - |
| Impozit pe profit (40%) | 2.400,000 | 4.000,000 | 5.600,000 |
| Câștiguri disponibile după plata impozitelor | 3.600,000 | 6.000,000 | 8.400,000 |
| Câștiguri/acțiune (5.000 acțiuni) | 0,720 | 1,200 | 1,680 |
| Structura capitalului firmei "B" (20% datorii) | | | |
| Excedent brut | 6.000,000 | 10.000,000 | 14.000,000 |
| Dobândă | 600,000 | 600,000 | 600,000 |
| Câștiguri înainte de plata impozitelor | 5.400,000 | 9.400,000 | 13.400,000 |
| Impozit pe profit (40%) | 2.160,00 | 3.760,000 | 5.360,000 |
| | 0 | | |
| Câștiguri disponibile după plata impozitelor | 3.240,00 | 5.640,000 | 8.040,000 |
| | 0 | | |
| Câștiguri/acțiune (4.000 acțiuni) | 0,810 | 1,410 | 2,018 |
| Structura capitalului firmei "C" (40% datorii) | | | |
| Excedent brut | 6.000,000 | 10.000,000 | 14.000,000 |
| Dobândă | 1.200,000 | 1.200,000 | 1.200,000 |
| Câștiguri înainte de plata impozitelor | 4.800,000 | 8.800,000 | 12.800,000 |
| Impozit pe profit (40%) | 1.920,000 | 3.520,000 | 5.120,000 |
| Câștiguri disponibile după plata impozitelor | 2.880,000 | 5.280,000 | 7.680,000 |
| Câștiguri/acțiune (3.000 acțiuni) | 0,960 | 1,760 | 2,560 |

Odată cu aceste rezultate ce atestă o eficientizare a procesului de constituire-utilizare a capitalurilor întreprinderii pentru investiții, crește și

probabilitatea producerii riscului financiar, adică a situației în care firma nu este capabilă să-și onoreze obligațiile față de împrumutători. Această probabilitate sporește până la 35% în cazul îndatorării de 40% din totalul capitalului.

Fluctuațiile în câștigurile pe o acțiune ale unei firme sunt în funcție de riscul afacerilor firmei. Efectele structurii capitalului firmei asupra riscului și rentabilității cerute, pot fi văzute presupunând riscul afacerilor constant.

Cele trei structuri diferite ale capitalului produc diferențe în câștigurile pe o acțiune, iar dacă acestea nu sunt atât de semnificative determină în schimb importante consecințe asupra valorii firmei.

Eficiența procesului de constituire-utilizare a capitalurilor este determinată de condițiile pieței. Problema structurii capitalurilor trebuie abordată din punctul de vedere al incidenței unor structuri diferite asupra valorii de piață a firmei și nu asupra câștigurilor pe o acțiune.

3.3.3 Structura financiară și eficientizarea proceselor de constituire - utilizare a capitalurilor firmei

Între structura financiară și eficientizarea proceselor de constituire și utilizare a capitalurilor întreprinderii există o dependență directă. În constituirea capitalurilor pentru investiții, eficiența este urmărită prin stabilirea unei mărimi optime a acestora față de rezultatele obținabile. Acest proces se face utilizându-se diverse criterii precum, al rentabilității, al lichidității sau al riscului. Prin utilizarea capitalurilor la nivelul astfel proiectat, pe destinațiile prevăzute, se obține surplusul monetar preconizat. Mărimea surplusului monetar este o consecință a modului de dimensionare,

atât a efortului (mărimii capitalurilor) cât și a efectelor estimate, fiind o expresie a eficienței procesului de constituire și de utilizare a fondurilor de investiții.

Aprecierile privind eficiența procesului amintit sunt incomplete dacă nu se are în vedere relația care trebuie să existe între mărimea surplusului monetar și a destinațiilor care urmează să fie acoperite din acesta. În primul rând, surplusul monetar trebuie să acopere integral costul capitalurilor folosite în investiții. Această cerință este minimă deoarece protejează întreprinderea de procesul de decapitalizare sau chiar de faliment. Însă, pentru realizarea obiectivului managementului financiar, respectiv creșterea valorii de piață a întreprinderii, este necesară consolidarea poziției firmei pe piața concurențială, lucru posibil prin investițiile bine fundamentate.

Înfăptuirea investițiilor presupune existența resurselor posibil de mobilizat în acest scop. Capacitatea întreprinderii de realizare a investițiilor depinde de mărimea resurselor proprii precum și a celor împrumutate.

Capacitatea de autofinanțare a întreprinderii determină și capacitatea de împrumut a acesteia. Capacitatea de autofinanțare este influențată atât de mărimea surplusului monetar cât și de amploarea destinațiilor ce vizează remunerarea capitalurilor.

Maximizarea surplusului monetar presupune selectarea proiectelor de investiții cu randamente maxime. Diminuarea cheltuielilor cu remunerarea capitalurilor realizată prin minimizarea costului acestora, oferă, pe de o parte, o mai mare siguranță onorării unor obligații certe, ca mărime, din rezultate obtenabile, iar pe de altă parte, cu cât diferența dintre surplusul monetar și costul capitalurilor este mai mare, cu atât întreprinderea are posibilități mai bune de dezvoltare.

Minimizarea costului capitalurilor se realizează în procesul de constituire a capitalurilor firmei pentru investiții, prin optimizarea structurii financiare.

Structura financiară a întreprinderii reprezintă o compoziție "complexă și coordonată a diverselor surse de finanțare la care managementul financiar recurge pentru a acoperi necesarul de finanțat".⁸²

Structura financiară ce rezultă din ansamblul strategiilor financiare ale întreprinderii, se fundamentează pe premise ce se condiționează în mod reciproc, atât din punct de vedere cantitativ cât și calitativ și poate fi optimizată, atâta timp cât ea poate fi programată. Ea reflectă compoziția capitalurilor firmei.

Structura optimă reflectă acea compoziție a capitalurilor ce permite întreprinderii realizarea cu maxim de rezultate a celor două obiective: realizarea de bunuri și/sau servicii, în conformitate cu cerințele pieței și obținerea de profit.

Structura capitalui se referă la proveniența surselor de constituire a capitalurilor firmei. În același timp, suma capitalurilor obținute din diverse surse trebuie să corespundă necesităților firmei. Realizarea volumului programat de bunuri sau servicii impune ca firma să-și constituie capitalurile, astfel încât să dispună de mijloace materiale și bănești suficiente pentru desfășurarea normală a activității economice.

Deoarece aceste mijloace se concretizează în exploatare, în cheltuieli, eficientizarea procesului de constituire a capitalurilor semnifică dimensionarea lor la strictul necesar.

Înfăptuirea obiectivului de obținere a profitului, obligă managerii să selecteze acele surse care au costul mai mic decât rentabilitatea investițiilor.

⁸² Bucătaru D. – Finanțele întreprinderii, Editura Tipo Moldova, 2011, p. 68.

Structura optimă răspunde cerinței de maximizare a profitului, deoarece presupune manifestarea preferinței pentru cele mai ieftine surse de capital.

Realizarea ponderii optime a datoriilor și a capitalurilor proprii pentru un proiect de investiții, este mai dificilă având în vedere că întreprinderea are deja o anumită proporție a celor două componente în totalul capitalurilor sale permanente.

Constituirea structurii optime trebuie să aibă în vedere, pe lângă costul capitalului și riscurile pe care le incumbă utilizarea anumitor surse de capital, într-un anumit volum. Aceasta deoarece, manifestarea riscurilor poate pune sub semnul întrebării posibilitatea obținerii rezultatelor estimate.

Când un proiect este finanțat în aceleași proporții ca și firma, sau când este finanțat diferit, dar valoarea investițiilor în active imobilizate este nesemnificativă în valoarea totală a afacerii, se poate estima că acest proiect are același risc ca și întreprinderea în ansamblu. De asemenea, când randamentul proiectului nu este nici mai mult, nici mai puțin fluctuant sau aleatoriu decât randamentul activităților sale, se estimează că, proiectul are același risc economic ca și întreprinderea în ansamblu. În această ipoteză a riscului financiar și economic, costul capitalului unui proiect este costul marginal al resurselor de finanțare, ponderate cu structura capitalurilor permanente ale întreprinderii. Bilanțul furnizează o primă estimare a nivelurilor îndatorării și capitalului propriu.

Este necesară luarea în considerare a două aspecte. Pe de o parte capitalul propriu și îndatorarea sunt estimate în bilanț la valoarea contabilă, or este necesară o referire la reprezentările pieței. În stabilirea costurilor interesează valoarea capitalurilor proprii care suportă riscul economic al firmei. Din punctul de vedere al acționarilor, capitalul investit este estimat nu prin situația netă contabilă, ci prin valoarea de piață a acțiunilor.

Capitalizarea bursieră constituie cea mai bună evaluare a capitalului propriu, care suportă în fapt toate riscurile întreprinderii. Datoria se estimează la valoarea de piață, actualizând fluxurile viitoare de plată cu rata curentă a dobânzii. Valoarea rezultată este ajustată cu efectul fiscal.

Pe de altă parte, trebuie evaluat dacă ultima structură a capitalului (după efectuarea primului corectiv) este structura financiară optimă, sau "țintă" propusă de întreprindere pe termen mediu.

Dacă firma anticipează că modul de finanțare a proiectelor sale de investiții modifică structura capitalului permanent, costul marginal al fiecărei componente a fondurilor trebuie multiplicat cu noua pondere. Se înțelege că ipoteza riscului financiar și economic al proiectului, similare cu cele ale firmei, în ansamblu, își menține valabilitatea.

În această situație, optimizarea structurii financiare impune un calcul prealabil: determinarea compoziției capitalurilor întreprinderii utilizate de aceasta în derularea investițiilor în active imobilizate aflate în curs. Cu acest prilej se calculează și cheltuielile ocazionate de eventuala creștere a fiecărei surse de finanțare. Pe baza acestor informații, costul marginal ponderat al capitalului pentru anul următor se determină astfel:

- se estimează costul fiecărei componente: împrumuturi, acțiuni preferențiale, acțiuni obișnuite și autofinanțare;

- costul capitalului împrumutat;

$$K_i = K_d(1 - T),$$

unde: K_d este costul datoriei costul acțiunilor preferențiale;

- se estimează costul capitalului propriu K_{cp} , (al autofinanțării sau profitului obținut precum și cel al emisiunii de noi acțiuni) în una din ipotezele aplicabile firmei (K_{cp});

-se estimează costul marginal pentru fiecare componentă a capitalului sporit suplimentar. Firma trebuie să crească capitalurile în proporție cu structura "țintă", prima dată utilizându-se sursele cu cel mai redus cost. Când aceste surse se epuizează, firma trebuie să ia în considerare sursele cu cost mai ridicat.

Deoarece structura "țintă" a capitalului permanent conține o anumită pondere a datoriei, finanțarea totală (X) pe care o suportă aceasta (fără a-și modifica costul) este dată de raportul între împrumutul deja existent, cu un cost redus și ponderea sa în structura capitalului:

$$X = \frac{\text{valoarea împrumutului contractat, cu costul redus}}{\text{ponderea împrumutului în structura capitalului}}$$

Dincolo de acest rezultat, costul marginal ponderat al capitalului crește, deoarece se utilizează o datorie cu un cost marginal mai mare chiar decât al celorlalte surse posibile de folosit de firmă. În acest caz, primul "prag de finanțare" este definit de valoarea creditului accesibil cu un cost scăzut.

Continuând raționamentul, firma poate folosi împrumutul cu un cost mai ridicat, acțiuni preferențiale, profituri pe rezerve. Finanțarea totală ce poate fi susținută cu profitul rămas disponibil (Y) este determinată cu ajutorul relației:

$$Y = \frac{\Delta P_r}{\frac{C_p}{C_p + D}} = \frac{\Delta P_r (C_p + D)}{C_p}$$

unde:

ΔP_r - este profitul pe rezerve, rămas disponibil după primul buget,

$\frac{C_p}{C_p + D}$ - este ponderea capitalului propriu în capitalul permanent.

După calcularea celui de al doilea prag de finanțare se determină costurile fiecărei surse de constituire a capitalurilor de investit.

Costul marginal ponderat al capitalului poate fi folosit pentru a determina bugetul optim de capitaluri în scopul finanțării investițiilor.

Bugetul optim de capitaluri pentru finanțarea investițiilor în active imobilizate poate fi determinat prin compararea randamentelor estimate ale proiectelor de investiții cu costul mediu marginal al programului de cheltuieli pentru investiții ale firmei. Procedul pornește de la premisa că toate proiectele analizate sunt caracterizate de același risc, pe o parte, iar pe de altă parte, riscul lor nu modifică clasa de risc a întreprinderii. Dacă proiectele de investiții prezintă caracteristici diferite de risc economic și financiar, față de cele ale întreprinderii în ansamblu, este necesară determinarea unei rate de actualizare specifică proiectelor.

Operațiunea de optimizare este dificil de realizat, însă teoria financiară se străduie să ofere soluții pentru ca acest obiectiv să aibă șanse reale de reușită.

Teoria ordinii preferențiale sugerează că deciziile privind finanțarea activității, dividendele și extinderea capitalului într-o firmă se află în interrelație. Această teorie susține că autofinanțarea trebuie să fie preferată folosirii resurselor proprii externe, în principal a sumelor obținute prin vânzarea acțiunilor comune.⁸³

La întrebarea ce nivel al datoriei ar trebui să angajeze o firmă, răspunsurile nu sunt precise, pentru o soluție bine fundamentată sunt necesare numeroase analize financiare. În practică firmele adoptă o

⁸³ Piches G. – Essentials of financial management, Harper Collins Publishers, Kansas, 1990, p. 401.

structură de perspectivă a capitalului (structura în perspectivă a datoriei pe termen lung, a acțiunilor preferențiale și a celor comune).

Raportul capital împrumutat/capitalul propriu este considerat un levier financiar, deoarece presupune utilizarea cheltuielilor fixe financiare, ca instrument al majorării veniturilor proprietarilor. Problema cea mai dificilă este legată de găsirea acelui raport care să păstreze constante o serie de elemente ale gestiunii financiare: volumul investițiilor și mărimea cash-flow-ului.

În aceste condiții este posibilă realizarea obiectului managementului financiar al întreprinderii, respectiv sporirea valorii de piață a firmei? Realizarea acestei cerințe nu este simplă, fiind numeroase discuții și controverse referitoare la această chestiune.

Determinarea structurii financiare optime înseamnă a răspunde la două întrebări fundamentale:

- cum ar trebui împărțite sursele totale de capitaluri în finanțări pe termen lung și scurt?
- a doua, ce proporție din capitaluri trebuie finanțată prin împrumuturi și ce proporție prin resurse proprii?

Prima întrebare, compoziția surselor totale de capitaluri implică concentrarea atenției asupra naturii activelor deținute. În acest caz, sursele de capitaluri pe termen lung privesc împrumuturile, sumele din vânzarea acțiunilor preferențiale, resursele generate în interior, acțiunile comune. Proporțiile în care se află aceste surse pe termen lung descriu structura capitalului unei firme.

Dimensionarea unei structuri financiare optime pentru firmele românești se realizează cu oarecare dificultate datorită în principal posibilităților scăzute de stabilire corectă a unor costuri: ale capitalului

propriu, ale falimentului sau ale agenției. De asemenea, nu toate firmele românești au acces nelimitat la piețele de capitaluri, așa încât nu poate fi utilizată de fiecare dată întreaga varietate de surse, sau să selecteze capitalurile cu costurile cele mai reduse.



Capitolul 4.

Decizii privind capitalul pentru activitatea de exploatare

4.1. Teorii privind optimul financiar al firmei (prin prisma activității de exploatare)

Problematika formării și utilizării eficiente a capitalurilor se înscrie în contextul asigurării optimului financiar al firmei, care se concretizează în câteva teorii financiare.

Între concepțiile care au ca obiectiv eficientizarea acestor procese enumerăm câteva: concepția lichiditate-exigibilitate, creștere - risc, creștere - rentabilitate, rentabilitate - risc și creștere autonomie financiară.

Concepția lichiditate - exigibilitate este considerată, datorită vechimii ei, ca fiind tradițională⁸⁴. Ea privilegiază noțiunea de fond de rulment patrimonial⁸⁵. Conform acestei teorii, când un bancher examinează cererea de împrumut a unei firme, se preocupă înainte de toate să judece dacă aceasta este capabilă să îl ramburseze. Posibilitatea de rambursare a firmei depinde de eficiența utilizării activelor sale, concretizată prin capacitatea acestora de transformare cât mai rapidă în lichidități, optimizată însă cu exigibilitatea datoriilor sale. De unde și grija bancherului ca lichiditățile să fie cel puțin egale, dacă nu superioare exigibilităților.

⁸⁴Ballada S., Coille J.C. – Outils et mécanismes de la gestion financière, Maxima, Paris, 1992, p.270

⁸⁵Collase B. - Gestion financière, Dunod, Paris, 1993,p.66

Această exigență se traduce prin necesitatea unui fond de rulment pozitiv care este văzut ca un scut de protecție, ce permite întreprinderii de a-și onora angajamentele sale față de clienți. Concepția exprimă un punct de vedere extern întreprinderii în ceea ce privește eficientizarea procesului de constituire și utilizare a capitalurilor în care este minimizat riscul de creanțe.

Lichiditatea este examinată în raport de regula echilibrului financiar minim, care presupune ca fondul de rulment să fie pozitiv. Raționamentele acestei reguli sunt:

- solvabilitatea pe termen scurt este asigurată dacă activele circulante sunt mai mari decât datoriile pe termen scurt,
- marja de securitate (active circulante - datorii pe termen scurt) îi permite firmei să facă față unei eventuale deteriorări a rotației activului,
- fondul de rulment pozitiv este o prefigurare a unei trezorerii îndestulătoare, în măsura în care permite resorbirea întârzierilor în încasarea creanțelor pe termen scurt.

Această concepție joacă un rol important în diagnosticul financiar al întreprinderii și este o bază a unei doctrine financiare ce vizează enunțarea unor reguli de sănătate financiară a acesteia. Se poate vorbi chiar de un “ortodoxism financiar”, bazat pe aceste reguli care vizează minimalizarea riscurilor acționarilor și împrumutătorilor și care sunt după unii autori⁸⁶ următoarele:

- regula îndatorării maxime, conform căreia datoriile pe termen mijlociu și lung trebuie să respecte doua limite:

$$\frac{\text{Datorii pe termen mediu și lung}}{\text{Capitaluri proprii}} \leq 1$$

⁸⁶BalladaS., CoilleJ.C., Op.cit., p.276

și

$$\frac{\text{Datorii pe termen mediu și lung}}{\text{Capitaluri permanente}} = 3 \text{ sau } 4 \text{ C. A. F.}$$

unde,

C.A.F. este capacitatea de autofinanțare a întreprinderii, indicator care exprimă în relația dată, durata de recuperare a împrumuturilor,

- regula finanțării maxime, după care îndatorarea trebuie să reprezinte cel mult 50-70% din totalul capitalurilor întreprinderii,
- regula echilibrului financiar minim, conform căreia diferența dintre fondul de rulment și lichiditate să fie pozitivă.

Dacă fundamentele acestei teorii par logice, ea prezintă numeroase limite care o fac vulnerabilă atunci când susține că fondul de rulment reprezintă “salteaua de protecție” a întreprinderii.

În primul rând, teoria nu indică care trebuie să fie mărimea fondului de rulment pentru ca el să ofere o protecție cât mai mare (eventual un procent din cifra de afaceri sau din mărimea datoriilor), iar acest neajuns sărăcește în mod serios posibilitățile operaționale ale acesteia. Problema optimizării fondului de rulment este un alt neajuns al teoriei. Aceasta admite necesitatea unui fond de rulment, pozitiv, ceea ce nu este un adevăr absolut, deoarece sunt firme care au un fond de rulment negativ (dar compensat de o sursă de finanțare, generată de activitatea de exploatare) și care au o situație financiară excelentă.

Al doilea neajuns este, considerăm noi, cel puțin la fel de important. Deoarece concepția este plasată într-o optică lichidativă, se pune problema dacă întreprinderea ar opri producția și ar lichida activele circulante, ar reuși onorarea angajamentelor sale pe termen scurt? Evident că nu.

În al treilea rând, afirmația conform căreia fondul de rulment pozitiv antrenează o trezorerie abundentă este lipsită de suport, deoarece aceasta rezultă pur și simplu din optimismul indus de presupusa marjă de securitate.

Concepția funcțională de creștere-risc. Spre deosebire de concepția lichidativă, în care procesul de constituire și utilizare a capitalurilor are ca scop satisfacerea intereselor împrumutătorilor, în concepția funcțională creștere-risc, acest proces și-a diversificat obiectivele precum și beneficiari, între care găsim diversi investitori, acționarii, conducătorii firmelor furnizoare și personalul întreprinderii. Concepția funcțională a trecut de la abordarea juridică la una economico-financiară, situând întreprinderea într-un context de continuitate a exploatării și nu de lichidare.

La începutul anilor '70, trei economiști francezi, H.Meunier, Fr. de Barolet și P. Boulmer remarcă faptul că eficientizarea procesului de constituire a capitalurilor pentru exploatare nu se apreciază doar prin prisma capacității firmei de realizare concomitentă a celor două premise:

- finanțarea investițiilor în active imobilizate și
- asigurarea unui fond de rulment pozitiv.

În această abordare, fondul de rulment are o importanță relativă pentru eficientizarea procesului de constituire și utilizare a capitalurilor firmei pentru exploatare. Eficiența procesului trebuie abordată în contextul finanțării nevoii generate de activitatea de exploatare. Această concepție antrenează o nouă definiție dată trezoreriei în termeni de utilizări-resurse: "trezoreria întreprinderii este diferența între resursele puse în operațiuni pentru finanțarea activității sale și nevoile antrenate de aceasta"⁸⁷.

⁸⁷ Meunier H., de Barolet F., Boulmer P. - La trésorerie des entreprises, Dunod, Paris, 1970, p.4

Această concepție are consecințe importante în ceea ce privește rolul întreprinderii: se depășește cadrul juridic ce reglementează existența ei și începe a fi percepută ca o entitate economico-financiară în relații cu mediul său economic, prin intermediul diferitelor funcțiuni pe care le asigură. Concepția funcțională își găsește originea în teoria ciclică. Un ciclu este definit ca o secvență de operațiuni având o anumită regularitate și corespunzând unei funcțiuni a întreprinderii.

Concepția funcțională privește posturile de active circulante precum și cele de datorii pe termen scurt cu o semnificație mult mai largă decât concepția lichidativă, ele reprezintă utilizările și resursele de finanțare generate de ciclul de exploatare.

Posturile de activ legate de exploatare se traduc printr-o nevoie de finanțare. Posturile de pasiv semnificând împrumuturile legate de producție se percep ca surse de finanțare. Aceste nevoi și surse de finanțare țin funcțional de trecerea prin fluxurile de operațiuni de exploatare și trezorerie. În acest sens se observă, decalate în timp, operațiuni privind veniturile și cheltuielile de exploatare, pe de o parte și fluxuri de încasări și plăți, pe de alta parte. Aceste decalaje sunt cele care explică nevoile de surse de finanțare și nu veniturile și cheltuielile ca atare. Soldul global dintre nevoile și sursele de finanțare este în cea mai mare parte a cazurilor o nevoie netă de finanțare. Decalajele sunt în cea mai mare parte structurate, din această cauză nevoia de finanțare care rezultă, trebuie să fie finanțată printr-o sursă stabilă care nu poate fi decât excedentul surselor durabile asupra utilizărilor stabile, adică fondul de rulment. Concepția funcțională, spre deosebire de cea patrimonială care este axată pe evitarea riscului de insolvabilitate, ia în considerare condițiile de finanțare ale creșterii.

Apreciată, ca punct de plecare, prin ecuația:

$$\Delta Trezorerie =$$

Δ Fond de rulment – Δ Nevoia în fond de rulment, eficiența constituirii și utilizării capitalurilor pentru exploatare sporește atunci când întreprinderea poate să-și finanțeze creșterea fără să-și degradeze trezoreria netă, măsurată prin diferența între lichidități și creditele de trezorerie. Altfel spus, fondul de rulment trebuie să acopere partea structurală, a nevoii în fond de rulment.

Practica bancară a creditelor revolving a condus la o atenuare a acestei restricții ce privește eficientizarea procesului amintit, acceptând acoperirea parțială a nevoii în fond de rulment, astfel încât să existe o trezorerie negativă limitată la un număr anumit de zile de vânzări.

Principalele critici aduse concepției funcționale se referă la faptul că aceasta se bazează pe reprezentarea ciclică a activității firmei și a circulației capitalurilor, fapt ce ar trebui să se regăsească și în modul de finanțare. Astfel ca necesitățile stabile trebuie să fie finanțate din surse stabile. Aceste surse stabile specifice destinate utilizărilor specifice, exclude riscul de transformare, fapt contrar principiului neafectării și unității de casă.

Pe de alta parte, noțiunea de ciclu de exploatare nu este universală, în anumite sectoare ea se confundă cu ciclul de investiții în active imobilizate (exemplul industria aeronautică), în altele - dispare (sector imobiliar). Concepția exclude reținerea de active de trezorerie pentru motive de flexibilitate sau chiar pentru o mai bună valorificare. Mai mult, separând creditele de trezorerie de alte fonduri împrumutate se contestă gestiunea datoriei în funcție de anticiparea dobânzii și în felul acesta, rolul de transformare asigurat de întreprindere prin reînnoirea regulată a creditelor sale pe termen scurt.

Conceptia crestere-rentabilitate. Conceptia a fost fundamentata de Geoffroy de Murard si s-a concretizat intr-o suma de norme cu ajutorul carora s-a construit un Tablou plurianual al fluxurilor financiare.

În această concepție procesul de constituire și utilizare a capitalurilor firmei este considerat eficient de autor, atunci când se realizează tripla egalitate:

$$c = \acute{r} = r, \text{unde:}$$

c - reprezintă creșterea,

\acute{r} - este rata rentabilității economice,

r - este rata rentabilității financiare.

Regula reinvestirii sistematice a totalității excedentului brut al exploatării este cheia de boltă a teoriei creștere - rentabilitate. Născută dintr-o opțiune de practician, această regulă este justificată de G. de Murard cu ajutorul funcției de producție a întreprinderii. Or, această funcție nu este o reprezentare direct operațională pentru întreprindere. Funcția de producție este fără legătură cu alegerea modului de finanțare a investițiilor, iar susținerea reinvestirii în totalitate a excedentului brut al exploatării face ca acesta să apară ca o cvasirentă, situație în care, profitul întreprinderii este realizat la un nivel adecvat.

În viziunea lui G. de Murard, eficientizarea procesului de constituire și utilizare a capitalurilor firmei, exprimată prin egalizarea ratei rentabilității economice cu cea a rentabilității financiare, poate fi realizată prin reinvestirea totalității excedentului obținut. Prin aceasta se susține că doar prin reinvestirea sistematică a excedentului, în activitatea întreprinderii, se obține cea mai bună valorificare a capitalului acesteia. Aceasta deoarece, după G. de Murard, o activitate eficientă, odată începută, oferă în continuare

aceeași rată a rentabilității, iar masa profitului este cu atât mai mare cu cât capitalul angajat este mai mare.

În această abordare creșterea capitalului întreprinderii se face doar prin acumulări. Pornind de la egalitatea dintre rata rentabilității economice și cea financiară, G. de Murard apreciază că structura financiară optimă se obține doar prin utilizarea capitalului propriu, excluzându-se folosirea capitalului împrumutat. În felul acesta, autorul consideră costul capitalului împrumutat apriori mai mare decât cel al capitalului propriu. Certitudinea cu care se susține obținerea unei rentabilități ridicate conduce la concluzia că în mediul economic al întreprinderii nu există riscuri. În raport cu această concepție, cea mai mare eficiență în utilizarea capitalului este realizată în procesele reale ale întreprinderii, în timp ce operațiunile de împrumut sunt considerate întotdeauna cu o rentabilitate mai scăzută.

Bazată doar pe creșterea internă, concepția creștere - rentabilitate ignoră strategiile de diversificare a activităților, sau de căutare a altora, oferite de piață, prin strategii de cooperare sau alianță, care semnifică de fapt utilizarea unor căi de creștere externe. Pe de altă parte, evoluția dobânzilor reale pune în discuție îndatorarea structurală și de aici principiul creșterii echilibrate impus de această teorie.

Concepția rentabilitate - risc privește întreprinderea ca un portofoliu de active industriale și financiare, care au un anumit risc în valorificarea lor și a căror finanțare este asigurată din fonduri proprii și datorii⁸⁸.

Centrat asupra acționarilor, echilibrul financiar este atins, atunci randamentul portofoliilor activelor acoperă costul capitalurilor. Altfel

⁸⁸Bucătaru D. - Concepții actuale privind echilibrul financiar al întreprinderii, Tribuna economică, nr. 15/1994

sporirea rentabilității activelor trebuie să satisfacă rentabilitatea dorită de împrumutătorii de capitaluri, ținând cont de riscurile curente.

După cum arată și E. Modigliani și M. Miller, obiectivul fixat de manageri și anume, de maximizare a bogăției acționarilor, nu poate fi atins decât maximizând valoarea globală a întreprinderii. Pornind de la ipoteza existenței unei piețe financiare perfecte, în absența costului de faliment, impozitării precum și a riscului, ei demonstrează că valoarea de piață a unei întreprinderi depinde de portofoliul ei de active, iar structura financiară politică dividendelor ar fi neutre. Introducerea fiscalității asupra profiturilor întreprinderilor invalidează însă concluziile inițiate. În prezența impozitării valoarea unei firme crește odată cu dobânda capitalului împrumutat.

Apreciată ca punct de plecare în analiza fluxurilor, creșterea valorii globale a întreprinderii presupune ca pe o lungă perioadă, valoarea sumei fluxurilor reale și a economiei la impozit, legată de îndatorare, să fie pozitive. Aceasta presupune ca valoarea actualizată a fluxurilor financiare vărsate acționarilor și împrumutătorilor, să fie superioară celei a fluxurilor de creștere a capitalului și a îndatorării nete⁸⁹.

Verificarea validității teoriei financiare pune mai multe probleme. De la început ea face trimiteri la rentabilități sperate, atunci când nu putem calcula decât rentabilități constatate. Mai mult, acestea nu pot fi determinate, cel mai adesea, decât plecând de la valoarea contabilă a capitalurilor investite, deși corect ar fi de la valoarea de piață a acestora.

În sfârșit, teoria consideră ca obiectiv al managementului financiar maximizarea bogăției acționarilor, care nu este totuși singurul obiectiv de

⁸⁹Poncet P., Portait R. – Finance de marche, Dalloz, Paris, 2009, p. 763

care să se țină cont în complexitatea motivațiilor aflate la originea deciziilor financiare.

Pe de alta parte, după cum arată teoria îmbinării sau teoria semnalului, existența unui conflict sau a unei asimetrii de informații între manageri, acționari sau împrumutători, poate antrena decizii financiare de natură să se contrapună realizării obiectivului de maximizare a profitului. Concepția rentabilitate - risc nu înregistrează obiectivele altor participanți la viața întreprinderii, precum salariații și influența pe care ei o au asupra deciziilor managerilor.

Concepția creștere-autonomie financiară a fost fundamentată de specialiștii Centralei bilanțurilor din Banca Franței în anul 1987. Cu această ocazie, aceștia și-au modificat modalitățile de analiză, înlocuind tabloul utilizării - resurse, de inspirație funcțională, cu alte două instrumente. Primul, bazat pe fluxul capitalurilor este un tablou utilizări- resurse orientat către studierea evoluției structurii financiare. Al doilea, apreciază incidența operațiunilor întreprinderii asupra trezoreriei sale.

În această teorie eficientizarea procesului de constituire și utilizare a fondurilor trebuie realizată privilegiind autonomia financiară a întreprinderii. Primul tablou de utilizări - resurse descrie evoluția capitalurilor angajate precum și gradul de acoperire a nevoilor de finanțare prin sursele interne ale întreprinderii.

Concepția este centrată asupra capacității întreprinderii de a-și finanța propria activitate fără a recurge la capitaluri externe. Fluxurile de surse externe permit aprecieri asupra consecințelor alegerii finanțării externe asupra autonomiei întreprinderii.

Tabloul privind fluxurile de trezorerie se inspiră ca și precedentul tablou din grija ce privește protejarea autonomiei întreprinderii. Trezoreria

măsurată prin diferența între disponibilitățile și creditele de trezorerie, este o variabilă dependentă de fluxurile de trezorerie disponibile, de investițiile nete și de aportul de surse stabile.

Examinarea principalelor tablouri ale fluxurilor arată că fiecare model în parte impune, de o manieră implicită sau explicită câte o concepție asupra echilibrului financiar precum și norme de apreciere a “bunei sau sănătoasei gestiuni a întreprinderii”⁹⁰. Or, niciunul din modelele propuse nu se impune ca o grilă generală de analiză a comportamentelor întreprinderii în ceea ce privește eficientizarea procesului de formare și utilizare a capitalurilor acesteia. Aceasta, deoarece logicile financiare subscrise aduc doar anumite aspecte ale dinamicii întreprinderii. Apoi, nu toate comportamentele postulate sunt fundamentate în teorie, sau validate în practică. De altfel, o însumare de logici parțiale nu izbutește să creeze o logică de ansamblu, ca o reprezentare veridică a comportării întreprinderii.

Teoriile financiare contemporane oferă diverse variante de abordare a eficientizării procesului de constituire - utilizare a capitalurilor firmei. Acestea sunt însoțite de construirea unor instrumente cu ajutorul cărora se poate urmări eficientizarea procesului amintit. Astfel, G. de Murard concepe în teoria patrimonială - Tabloul plurianual al fluxurilor financiare, M. Levasseur și G. Charreaux în concepția rentabilitate - risc - Tabloul fluxurilor de trezorerie etc. După cum se constată însă, fiecare teorie prezintă limite serioase, care în unele situații le fac chiar inoperante.

Concepțiile financiare contemporane asupra întreprinderilor sunt într-o anumită măsură dependente de cele manifestate la nivel macroeconomic. Ele tratează într-o manieră proprie impactul intervenției

⁹⁰Hoareau C.,- L'analyse financière par les flux a-t-on besoin des modeles?, Nice, 1990, p.

autorității publice în viața întreprinderii și propun soluții de adaptare a comportamentului acesteia, precum și de limitare a consecințelor ivite.

Conceptiile “creștere - rentabilitate”, “creștere - autonomie financiară” propun soluții și analizează echilibrul financiar al întreprinderii în condițiile limitării fluxurilor de fonduri cu exteriorul, întreprinderea trebuind să-și asigure resursele necesare din propria activitate, limitând în felul acesta relațiile cu puterea publică, doar la nivelele impuse de îndeplinirea obligațiilor fiscale.

Alte concepții, ca cea tradițională sau ca cele privind “creștere – risc”, “rentabilitate – risc” analizează situațiile în care firma trebuie să-și modeleze comportamentul, funcție de impulsurile percepute din exterior. În acest sens, structura sa financiară influențează rentabilitatea firmei prin intermediul costului capitalului și compararea acestuia cu sarcina fiscală. Acestea sunt concepții realiste, care analizează activitatea firmei în mediul în care se află, cu situațiile diverse în care trebuie să funcționeze.

Viziunea dinamică asupra fenomenelor financiare, oferită cu deosebire de ultimele concepții financiare, dau un plus de calitate studierii și aplicării acestora la nivel microeconomic în vederea găsirii celor mai bune soluții de creștere a eficienței procesului de constituire și utilizare a capitalurilor firmei.

4.2. Factori ce influențează procesele de constituire și utilizare a capitalurilor pentru exploatare

Obținerea de bunuri și/sau servicii în activitatea unei firme presupune ca pe lângă capitalul fix să fie utilizați și alți factori de producție

precum materiile prime, combustibilul, forța de muncă etc., fără de care nu se poate îndeplini obiectul de activitate al întreprinderii și care alcătuiesc capitalul său circulant.

Capitalul circulant al firmei se individualizează prin următoarele trăsături caracteristice⁹¹:

- este un capital a cărui necesitate este impusă de asigurarea continuității fabricației și a cărei mărime este influențată de parametri proceselor de aprovizionare, producție, desfacere;
- nu dispare după efectuarea cheltuielilor ci se metamorfozează dintr-o formă în alta și rămâne în circuit cel puțin la nivelul valoric inițial;
- forma de utilizare a capitalului circulant o constituie avansarea și recuperarea, apreciate ca acte ce se repetă necontenit până în momentul încetării activității întreprinderii;
- reprezintă o parte considerabilă a avuției naționale plasată pe termen scurt în vederea folosirii ei cât mai eficiente. Din acest punct de vedere capitalul circulant se aseamănă cu cel fix, dar spre deosebire de acesta din urmă, durata plasamentului este mai scurtă.

Capitalul circulant se folosește prin avansări și recuperări repetate. Pornind de la faza inițială când capitalul circulant se află sub formă funcțională de disponibilități bănești, prin intermediul decontărilor cu furnizorii, acestea se transformă în stocuri de valori materiale pentru producție. În această stare, ele sunt numai potențial productive. Prin consumul treptat al stocurilor, prin plata salariilor și prin efectuarea celorlalte cheltuieli de producție, capitalul circulant trece în procesul creerii

⁹¹Oprîțescu M. și colectiv - Gestiunea financiară a întreprinderii, Editura Dova, Craiova, 1996, p. 140

de noi valori și se regăsește sub forma stocurilor de producție neterminată. Pe măsura finisării produselor, capitalul circulant trece în sfera circulației sub forma stocurilor de produse finite. În stadiul desfacerii, capitalul circulant trece în starea de produse expediate (creanțe asupra clienților), iar în urma încasării contravalorii acestora, capitalul circulant se întoarce în forma inițială de disponibilități bănești pentru a fi avansat într-un nou ciclu economic.

Complexitatea eficientizării procesului de constituire și utilizare a capitalurilor de exploatare face ca în literatura anglo-saxonă să se vorbească de managementul capitalului de lucru⁹², iar în cea franceză de gestiunea nevoilor de exploatare sau gestiunea ciclului de exploatare⁹³.

Faptul că în fiecare ciclu de exploatare capitalul circulant se consumă integral, la sfârșitul acestuia este necesară reconstituirea lui, pentru ca un nou proces să se poată desfășura.

Capitalul de exploatare trebuie astfel constituit încât să asigure desfășurarea ritmică și în timp optim a aprovizionării, producției și desfacerii așa încât produsele și/sau serviciile să fie oferite consumatorilor la momentul oportun.

Factorii care influențează procesul de constituire și utilizare a capitalului circulant al firmei sunt grupați în trei categorii:

- factori de formare cantitativ - structurală, notați Fc_1 ;
- factori care afectează cantitativ, calitativ și moral structura economică de producție (Fc_2);
- factori de dezvoltare și perfecționare (Fc_3).

⁹²Pinches G. - Op. cit., p. 480

⁹³ColasseB. - Op. cit., p. 33

Primul grup de factori determină activitatea economică de formare și apoi de menținere la nivelul stabilit al capitalului circulant și cuprinde: condițiile tehnice, tehnologice și organizatorice de lucru realizate în întreprindere, în general și pe fiecare fază a ciclului de exploatare, precum și capacitatea de producție.

Condițiile tehnice, tehnologice și organizatorice au ca efect al acțiunii lor un anumit nivel zilnic al imobilizărilor de active circulante pe unitate de produs (notat cu c) și o durată a imobilizărilor în fazele exploatării (T). O evoluție a condițiilor menționate are o influență favorabilă, ducând la reducerea imobilizărilor de active circulante, atât pe seama diminuării lor pe unitate de produs, cât și prin reducerea timpului de imobilizare.

Capacitatea de producție este rezultatul deciziei de investiție de constituire a întreprinderii condiționată la rându-i de cerințele pieței. Influența acestui factor are ca efect o multiplicare a imobilizărilor date de factorul anterior, multiplicare dependentă de capacitatea de producție exprimată de numărul de produse (Q). În urma acțiunii corelate a acelor doi factori capitalul circulant trebuie constituit la un nivel maxim dat de relația:

$$\text{Capital circulant} = \sum Q \cdot \bar{c} \cdot T$$

Al doilea grup de factori F_{c2} determină efecte destructive, de consum sau de reducere a activelor circulante în comparație cu nivelul cerut de prima categorie de factori. Astfel, în fiecare ciclu de exploatare majoritatea capitalului circulant se consumă integral părăsind întreprinderea odată cu produsele și/sau serviciile vândute. Totodată, pe perioada imobilizării în întreprindere, capitalul circulant poate fi afectat cantitativ și calitativ de acțiunea unor factori fizico-chimici, de uzură morală, etc. În aceeași categorie se cuprinde și factorul subiectiv, omul, în poziția sa de

executant, când poate da o utilizare insuficient de eficientă (datorită unor curențe de calificare, disciplină) sau în poziția sa de decident, când influențează nivelul capitalului circulant prin decizia de exploatare a capacității de producție (în cazul în care decizia este sub nivelul capacității).

În majoritatea lor efectele cer repetarea după fiecare ciclu de exploatare a procesului de constituire a capitalului circulant. Nivelul efectiv de utilizare a capacității de producție va da volumul real al capitalului circulant:

$$\text{Capital circulant} = Q_1 \cdot \bar{c} \cdot T,$$

unde:

Q_1 - reprezintă capacitatea de producție efectivă utilizată de firmă.

A treia categorie de factori este formată de acțiunea legilor economice, de interacțiunea capitalului circulant cu celelalte componente ale producției și de rolul pozitiv al factorului subiectiv de execuție și conducere (când dispune de un nivel ridicat de profesionalism). Această categorie determină dezvoltarea cantitativă și calitativă a mărimii și structurii capitalului circulant.

Drept urmare a acestor efecte capitalul circulant are următoarea dimensiune:

$$\text{Capital circulant} = Q_2 \cdot \bar{c}_2 \cdot T,$$

unde:

Q_2 - capacitatea de producție utilizată în urma acțiunii factorilor F_{c2} și F_{c3} ;

c_2 - imobilizarea medie zilnică pe produs, în urma acțiunii factorilor de perfecționare F_{c3} ;

T_2 - timpul de imobilizare a capitalului circulant după acțiunea factorilor din categoria F_{c3} ;

Un indicator deosebit de semnificativ care exprimă sinteza acțiunii factorilor de influență asupra constituirii și utilizării capitalului circulant îl reprezintă viteza de rotație. Aceasta exprimă rezultatul influenței tuturor factorilor ce acționează în ciclul de exploatare, respectiv cei ce privesc aprovizionarea, organizarea producției și desfacerea, condițiile tehnice și tehnologice. Deși indicatorul este folosit în dimensionarea capitalului circulant el nu reprezintă un factor de influență ci doar exprimă prin mărimea sa, consecințele acțiunii celorlalți factori asupra mărimii capitalului întreprinderii. Așadar, includerea în cadrul factorilor de influență alături de nivelul aprovizionării, producției, desfacerii, cheltuielilor de producției și a vitezei de rotație, o considerăm nejustificată: “în privința vitezei de rotație menționăm că accelerarea acesteia influențează în sensul reducerii activelor circulante”⁹⁴.

Eficientizarea procesului de constituire și utilizare a capitalului circulant se înfăptuiește prin luarea în considerare a tuturor factorilor de influență.

Aprecierea căilor de creștere a eficienței procesului amintit se face în contextul gestiunii stocurilor aferente exploatării. Mărimea financiară a stocurilor reprezintă capitalurile necesare constituirii și păstrării lor. Capitalurile alocate nu pot fi recuperate decât după ce stocurile parcurg întreg ciclul de exploatare și sunt valorificate prin vânzarea și încasarea contravalorii produselor și/sau serviciilor realizate de întreprindere.

Pe toată această durată de imobilizare, capitalurile rămân blocate fără posibilitatea de a fi utilizate în alte plasamente rentabile. Deci, procesul de exploatare cel mai eficient este acela care se desfășoară cu stocuri cât

⁹⁴Vintila G. - Gestiunea financiară a întreprinderii, Editura Didactică și Pedagogică, R.A. București, 1997, p. 301

mai mici. O dimensionare a stocurilor eventual până la eliminare, în cazul materiilor prime, duce la sporirea cheltuielilor de aprovizionare.

Cheltuielile cu aprovizionarea pot fi atât de mari, încât este mai eficientă organizarea aprovizionării la anumite interval, fapt ce duce la constituirea de stocuri pentru asigurarea producției între cele două reprovizionări succesive. De asemenea, poate fi avută în vedere și posibilitatea constituirii de stocuri suficient de mari pentru a reduce numărul aprovizionărilor.

Desfășurarea ciclului de exploatare cu stocuri excesiv de mari antrenează costuri ridicate de depozitare și păstrare, dar mai ales costuri de oportunitate a capitalurilor imobilizate pe durata de blocare a acestor stocuri.

Deci cheltuielile neeconomice sunt generate atât de stocurile insuficiente, cât și de cele excesive. Eficientizarea procesului de constituire și utilizare a capitalului circulant se realizează în primul rând prin optimizarea stocurilor, astfel încât să se armonizeze relația antagonică între cheltuielile de aprovizionare (C_a), dependente de numărul aprovizionărilor și cele de depozitare, variabile în funcție de mărimea stocurilor (C_d).

Modelul Willson - Whitin, care oferă un instrument de optimizare a mărimei capitalului circulant, pornește de la costul total (C_t) cu formarea stocurilor, care se dorește minim, în condițiile maximizării rentabilității activității de exploatare⁹⁵:

$$C_t = C_a + C_d$$

În varianta unei cereri constante și o perioadă fixă de aprovizionare, fără să existe posibilitatea apariției lipsei de stoc, relația devine:

$$C_t = \frac{N}{S} \cdot c_a + \frac{T \cdot S_1}{2} \cdot c_d, \text{ în care:}$$

⁹⁵Stancu I. - Op.cit., p. 325

S - mărimea optimă a stocului,

N - necesarul anual de aprovizionat,

c_a - costul fix unitar pentru pregătirea unei noi aprovizionări,

T - intervalul de timp considerat pentru reglementarea stocului,

c_d - costul de depozitare pe unitate de stoc în unitatea de timp.

Punctul în care derivata întâi a costului total este egală cu zero reflectă minimul costului total:

$$\frac{dC_t}{dS} = 0, \text{ adică } \frac{-N \cdot c_a}{S^2} + \frac{T \cdot c_d}{2} = 0, \rightarrow \frac{T \cdot c_d}{2} = \frac{N \cdot c_a}{S^2} \rightarrow S^2 = \frac{2N \cdot c_a}{T \cdot c_d} \text{ sau}$$

$$\text{stocul optim} = \sqrt{\frac{2N \cdot c_a}{T \cdot c_d}}$$

Schimbând semnificația variabilelor C_a și C_d în cadrul modelului, acesta poate fi extins și pentru optimizarea stocurilor de produse în curs de fabricație și a celor de produse finite. În acest caz, C_a se referă la cheltuielile de aprovizionare cu loturi de produse în curs și respectiv cheltuielile de lansare a unei noi comenzi de livrare a produselor finite, iar C_d cuprinde cheltuielile de păstrare a stocurilor de produse finite și în curs. Introducând aceste variabile în model se pot obține mărimile optime ale loturilor de fabricat și ale celor de livrare ca și intervalele optime ale ciclurilor de fabricație și de expediere a produselor finite.

Modelul este fundamentat pe un caz particular de aprovizionare, însă scoate în evidență existența a două mari criterii ce pot fi avute în vedere în eficientizarea constituirii și utilizării capitalului circulant:

- criteriul minimizării cheltuielilor de aprovizionare,
- criteriul minimizării cheltuielilor de depozitare.

În situații particulare, fiecare din ele poate oferi calea eficientizării procesului amintit sau cum este exemplul dat, doar armonizarea utilizării ambelor criterii oferă cea mai bună variantă. De fapt, prin cheltuieli de

desfacere și depozitare se exprimă necesarul de capital pentru fiecare formă funcțională pe care acesta o îmbracă pe parcursul ciclului de exploatare.

4.3. Optimizarea necesarului de capitaluri pentru exploatare

Posibilitățile de eficientizare a procesului de constituire și utilizare a capitalurilor pentru activitatea de exploatare, trebuie analizate în contextul mai larg al asigurării optimului financiar al întreprinderii.

Optimul financiar este acea stare de echilibru spre care se tinde în economia întreprinderii, în care mijloacele sale financiare sunt mobilizate oportun, în strânsă concordanță cu nevoia reclamată de desfășurarea normală a activității și utilizate corespunzător condițiilor concrete de mediu în care aceasta funcționează.

Optimul financiar în calitate sa de componentă a optimului economic presupune îndeplinirea următoarelor obiective specifice⁹⁶:

- constituirea la momentul oportun, în volumul, structura și calitatea cerută de nevoia de fonduri a tuturor mijloacelor financiare ale întreprinderii;
- utilizarea mijloacelor financiare, astfel încât afectarea lor pe destinații să permită întreprinderii sporirea continuă a patrimoniului său, a forței concurențiale și implicit a valorii de piață minimizând efortul în vederea obținerii efectelor economice scontate în deplină concordanță cu posibilitățile reale de fructificare oferite de piață.

⁹⁶Trenca I. – Fundamentele managementului financiar, Editura Casa Cărții de Știință, Cluj-Napoca, 2007, p. 65

Optimizarea financiară impune constituirea și utilizarea eficientă a capitalurilor firmei, în condițiile asigurării echilibrului financiar al acesteia. Matematic, optimul financiar se poate exprima:

- fie prin maximizarea efectului util (Y), atunci când volumul și structura efortului financiar sunt date, folosind relația:

$$\frac{X}{Z} < \frac{Y+dy}{X} \rightarrow \text{maxim}, \text{ unde}$$

X - efortul financiar, este efectul util, dar dy este creșterea posibilă a efectul util;

- fie prin minimizarea efortului financiar depus pentru a obține un anumit efect util, într-o anumită structură, caz exprimat cu ajutorul relației:

$$\frac{X}{Z} > \frac{X-dx}{Y} \rightarrow \text{minim}, \text{ unde}$$

dx - este economia de efort.

Ca regulă generală, optimul financiar fiind pentru un orizont de timp dat, soluția cea mai bună pentru derularea unui proces financiar, reflectă obținerea de efecte utile maxime cu un volum determinat de mijloace financiare în condițiile scăderii efortului ce revine pe unitatea de efect util. Realizarea lui este vizibilă în timp, prin devansarea sporului de efort financiar pe care îl reclamă funcționarea întreprinderii, de către sporul de efect util obținut. Efortul financiar este dat, în acest caz, de totalitatea surselor financiare angrenate în circuitul său economic (fondurile totale), iar efectele, după caz, pot fi considerate fie de cifra de afaceri, fie de profit.

Optimul financiar, asemănător optimului în general, nu înseamnă neaparat valorificarea la un nivel maxim absolut a potențialului financiar creat, deși teoretic ar putea exista o coincidență, ci o valorificare, de regulă, la un nivel inferior acestei limite, ca urmare a restricțiilor ce se impun

factorului financiar de către alți factori echivalenți din sistem, a incertitudinii și riscului ce planează asupra activității întreprinderii.

Optimul financiar, în calitatea sa de componentă a optimului economic general al întreprinderii își subordonează propria sa funcție - obiectiv - acestuia din urmă. Înscris în astfel de coordonate, el contribuie nemijlocit alături de celelalte componente la îndeplinirea optimului economic, văzut ca un optim de ansamblu al întreprinderii, ca un optim de sistem.

Din acest punct de vedere avem de-a face cu o relație de la parte la întreg, motiv pentru care problemele optimului financiar trebuie puse pe același plan cu cele ale optimului utilizării capacităților, a resurselor materiale și energetice, precum și cu optimul utilizării forței de muncă și în consecință, acordată atenția cuvenită.

În caz contrar pot apărea contradicții în cadrul mecanismului de funcționare al întreprinderii, generate fiind de acțiunea factorului financiar, contradicții ce pot exercita influențe negative asupra fenomenului creșterii eficienței și implicit asupra ritmului de dezvoltare al întreprinderii.

Pe de altă parte, dacă privim relația optim financiar - optim economic, ca o relație de la parte la întreg, trebuie să admitem că realizarea optimului financiar nu conduce în mod automat și la îndeplinirea optimului economic, deoarece în numeroase cazuri, în mod deosebit în condiții de criză, optimul economic poate fi îndeplinit numai ca urmare a unei suite de decizii ce se iau în legătură cu capacitățile de producție, cu sursele materiale și energetice, cu importurile și exporturile, cu forța de muncă etc. Astfel de decizii, care nu de puține ori reclamă intervenții ale factorului politic acordă, pentru moment, un grad mai mare de importanță aspectelor economice decât aspectului financiar.

Într-un astfel de context, optimul financiar nu mai poate fi considerat un optim absolut, deoarece preluând influențele de natura restricțiilor impuse de celelalte componente ale optimului economic al întreprinderii, el devine, în fapt, un optim parțial relativ de sistem.

Putem deduce de aici că relația optim economic - optim financiar este biunivocă și prezintă în sine un caracter dinamic. Înfăptuirea optimului financiar reprezintă însă o condiție pentru îndeplinirea optimului economic, iar nivelul la care se înscrie poate deveni, prin natura lucrurilor, una din restricțiile optimului economic văzut în ansamblul său. Dar nu mai puțin adevărat este și faptul că îndeplinirea optimului economic în ansamblul său în condițiile cerute de către celelalte componente, restricționează îndeplinirea optimului financiar absolut și impune transformarea lui într-un optim relativ.

Soluția de a asigura la un moment dat cea mai bună corelație și în același timp, compatibilitățile între optimul economic și optimul financiar, care în condițiile economiei de piață, dețin primatul, poate fi găsită în identificarea fenomenelor financiare cu cele economice, în interdependențele reale, cantitative și mai ales calitative, ce se stabilesc între aceste două laturi ale procesului economic, deoarece între ele există permanente puncte de contact.

În cadrul optimizării proceselor financiare, un rol deosebit în prefigurarea optimului financiar este atribuit programării activităților. Prin fundamentarea unei variante pe plan financiar, indiferent de sectorul de activitate pe care-l avem în vedere se vizează mobilizarea integrală a surselor financiare disponibile, procurarea de capital suplimentar la un cost cât mai mic, alocarea adecvată și folosirea în condiții de eficiență crescândă

a acestora, ținându-se seama, în mod expres de volumul și structura nevoilor de surse pe care le reclamă funcționarea în bune condiții a întreprinderii.

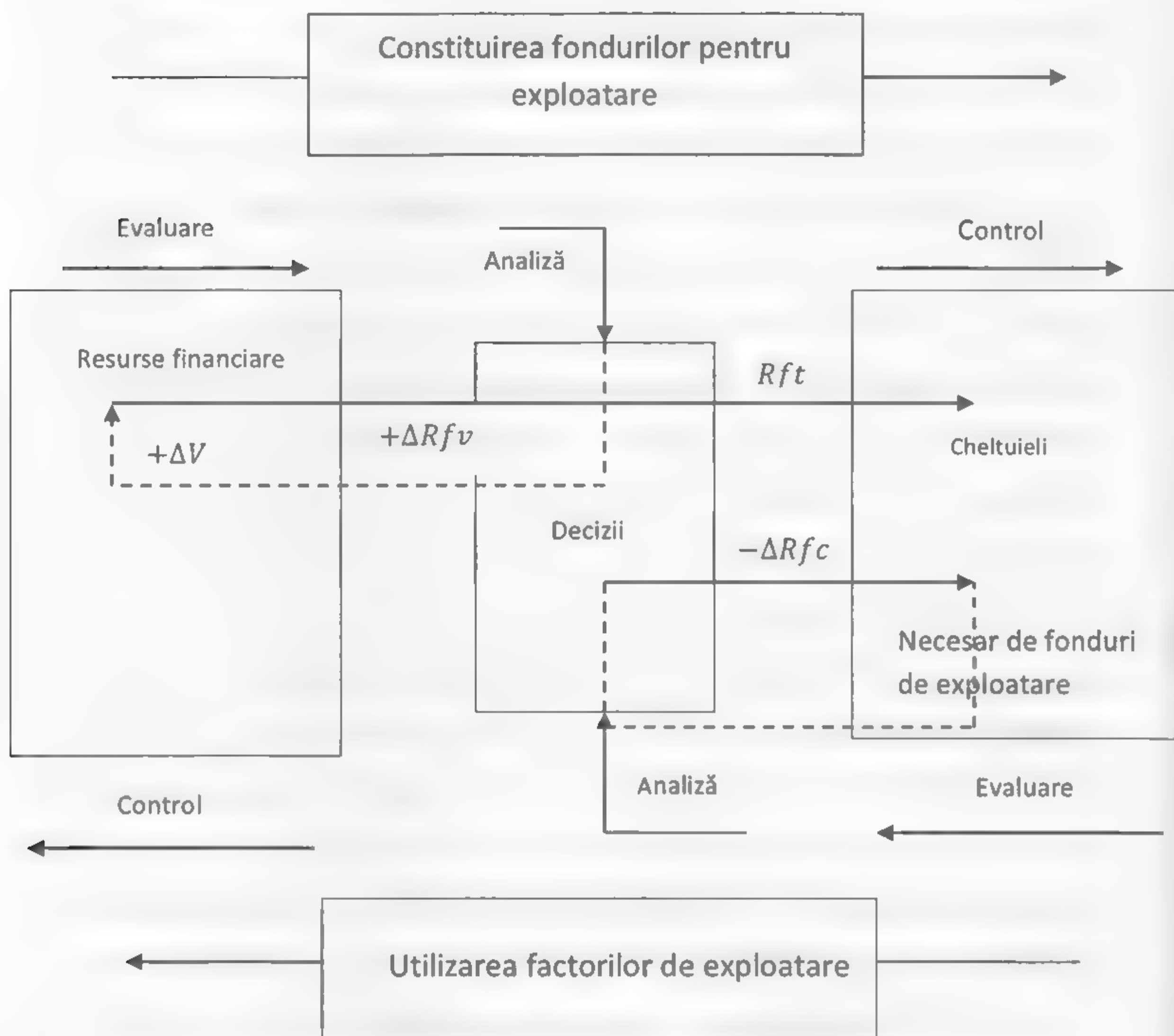


Fig.14 Procesul de constituire și utilizare a capitalurilor pentru exploatare în condiții de optim financiar

Prin integrarea în sistemul de activități al întreprinderii, procesul de constituire și utilizare a capitalurilor pentru exploatare realizează în mod necesar conexiuni cu absolut toate celelalte activități. Cum suportul întregii vieți economice a întreprinderii, îl reprezintă echilibrul dintre venituri și

cheltuieli, ceea ce în plan financiar înseamnă echilibrul dintre necesarul și existentul în curs de finanțare, se pot releva conexiunile acestuia cu activitatea de exploatare (fig.14.)⁹⁷.

În acest sens, sunt evidente atât conexiuni directe, vizând procurarea, alocarea și utilizarea fondurilor destinate finanțării costurilor producției, cât și cele inverse, de reglare. Astfel, ca urmare a stabilirii mijloacelor reclamate de obținerea producției sunt evaluate costurile acesteia, formulându-se deci pretențiile cu privire la finanțarea lor.

Prin intervenția fondurilor constituite, în urma evaluărilor și analizelor proprii, are loc o conexiune de reglare a consumurilor concretizată, de regula, într-o reducere a costurilor ($-\Delta c$) și implicit de reducere a volumului de mijloace financiare destinate producției ($-\Delta R_f$). Scopul îl constituie încadrarea consumurilor și respectiv a costurilor în cadrul unor limite considerate normale din punct de vedere al eficienței.

Aceasta, pe de o parte, iar pe de altă parte, prin intermediul capitalurilor constituite pentru exploatare se actionează în direcția sporirii veniturilor atât ca urmare a creșterii volumului și calității producției, a îmbunătățirii structurii acesteia, cât și a comercializării ei la prețuri cât mai favorabile.

Rezultatul acestor acțiuni îl reprezintă obținerea unui spor de venituri (Δv), care la rândul lui asigură un spor ce se dorește identic de surse de finanțare.

Efectul total al conexiunilor inverse, de reglare, generate de intervenția activității financiare în sistemul de activități al întreprinzătorului se concretizează, pe de o parte, în sporirea capacității de finanțare a firmei, deoarece totalul surselor de finanțare (R_f) vor fi:

⁹⁷Preluat după Trenca I. - Op.cit., p. 29

$$Rf_t = Rf_0 + \Delta Rf_1 = Rf_0 + \Delta Rf_v - (-\Delta Rf_c),$$

ceea ce permite o reluare pe scara largită a producției, iar pe de altă parte, în creșterea profitului și a rentabilității.

Aceasta din urmă, deoarece diferența suplimentară de profit este dată de

$\Delta Pr = (+\Delta v) - (-\Delta c)$, astfel încât profitul total (Pr) este egal cu $Pr = Pr_0 + \Delta Pr$, motiv pentru care rata rentabilității devine:

$$R = \frac{Pr}{C} \cdot 100 = \frac{Pr_0 + \Delta Pr}{C_0 - \Delta C} \cdot 100$$

Pentru a putea răspunde unor cerințe de ordin calitativ ce se impun este necesar ca procesul de constituire și utilizare a capitalurilor pentru exploatare să se bazeze pe o aprofundată cunoaștere a relațiilor economico-financiare și să aibă în permanență o imagine clară, bine edificată, asupra acțiunilor viitoare din sfera producției, știut fiind faptul că acestea din urmă au implicații asupra costurilor și veniturilor firmei.

Toate acestea pentru a fi luate în considerare la fundamentarea corespunzătoare a deciziilor financiare și prin aceasta să se influențeze favorabil evoluția firmei. În acest context, în vederea realizării acțiunilor specifice, de fundamentare, adoptare și înlăptuire a deciziilor financiare, procesul amintit face uz de modele, metode și instrumente adecvate scopului său.

În altă ordine de idei, procesul de constituire și utilizare a capitalurilor pentru exploatare se află sub incidența directă a politicii economice și financiare, a strategiei de piață, pe care întreprinderea o adoptă în vederea înlăptuirii obiectivelor sale organizaționale. Din acest motiv procesul de constituire și utilizare a capitalurilor pentru exploatare îndeplinește un rol de reglare și în privința derulării celorlalte tipuri de

activități pe care le presupune structura sistemului întreprindere, desi, interdependența sa nu se limitează numai la activitatea de producție, chiar dacă acesteia i se atribuie un rol preponderent. Rezultă deci, că acest proces este un proces de reglare, alături de alte forme ale activității de conducere, calitate în care îndeplinește atribuții de observare a realităților din sfera proceselor efectorii, de evaluare, prin mijloace specifice a influențelor generate atât din interiorul, cât și din exteriorul întreprinderii, de reglare a proceselor de transformare precum și de participare la fundamentarea, adoptarea și realizarea deciziilor de comandă ce privesc funcționarea normală a întreprinderii, precum și a fiecărui element structural component, luat în parte.

Realizarea obiectivelor întreprinderii în cele mai bune condițiuni, implică amplasarea procesului de constituire și utilizare a capitalurilor pentru exploatare într-o poziție de primă importanță, fapt ce obligă în mod necesar atingerea unor performanțe de ordin cantitativ și calitativ.

Măsura în care o întreprindere realizează combinarea optimă a factorilor de producție, valorifică eficient potențialul său economic și dispune de capacitatea de adaptare la condițiile oferite de mediul înconjurător, îndeplinindu-și funcțiile sale, între care cea financiară ocupă o poziție prioritară, dovedește că este viabilă.

În economia de piață viabilitatea, din punct de vedere financiar, poate fi considerată o condiție sine qua non pentru menținerea în funcțiune și dezvoltarea unei întreprinderi, supusă inevitabil acțiunii favorizate sau inhibante a factorilor endogeni și a celor exogeni. Viabilitatea financiară a întreprinderii se asigură și prin optimizarea procesului de constituire și utilizare a capitalurilor pentru exploatare. Procesul de formare a

capitalurilor pentru exploatare poate fi optimizat în funcție de obiectivul adoptat de managementul întreprinderii.

Pe o piață saturată, sau pe care concurența este extrem de puternică, echilibrată și care nu permite extinderea segmentului de piață deținut, deci a cifrei de afaceri, eforturile de creștere a eficienței trebuie orientate către sporirea profitului.

În această situație rentabilitatea din perioada previzionată este superioară celei din perioada anterioară, datorită în primul rând reducerii cheltuielilor aferente cifrei de afaceri.

Compoziția optimă a capitalurilor pentru exploatare se realizează cu ajutorul unor modalități de procurare a lor care selectează după o analiză detaliată a rentabilităților estimate și a costurilor aferente fiecărui fond angajat. În ceea ce privește structura fondurilor proprii, aceasta rezultă după ce se compara rentabilitățile cu costurile diferitelor surse de constituire ale acestora.

Astfel, se poate recurge la repartizarea unei părți din profit dacă rentabilitatea noilor cheltuieli de exploatare este cel puțin egală cu cea obținută anterior. Emisiunea și vânzarea de acțiuni pentru formarea de noi capitaluri proprii, este o soluție avantajoasă și aplicabilă atunci când rata rentabilității ce revine noului capital folosit, este mai mare sau cel puțin egală cu rentabilitatea capitalului folosit anterior.

În cazul în care întreprinderea urmărește ca obiectiv maximizarea cifrei de afaceri (realizabil cu deosebire printr-un efort calitativ - accelerarea rotației capitalului circulant) constituirea capitalurilor proprii pentru exploatare prin alocarea unei părți cât mai mare din profitul disponibil pentru exploatare este o metodă rațională, iar în lipsa unui profit suficient pentru această destinație, poate fi utilizată emisiunea de noi acțiuni dar,

numai până la limita în care rata rentabilității realizabile pentru noile capitaluri este superioară ratei dividendelor obținută anterior.

Din aceasta în optimizarea necesarului de capitaluri pentru exploatare apare utilă aprecierea riscului financiar prin prisma capacității firmei de a acoperi cheltuielile cu plata dobânzilor pe seama profitului obținabil, calculată cu ajutorul unui indicator sub forma:

$$a_d = \frac{Pb}{Sd}, \text{ unde,}$$

a_d - reprezintă acoperirea dobânzii,

Pb - este profit brut (neafectat de dobândă și impozit),

Sd - reprezintă suma dobânzilor.

La o rată constantă a îndatorării, cu cât raportul dintre profit și dobânzile de plătit la capitalul împrumutat are un nivel mai ridicat, riscul financiar devine mai mic. Riscul financiar se modifică invers proporțional cu profitul și direct proporțional cu suma dobânzilor. Dacă mărimea absolută a profitului este în descreștere, iar rata dobânzii evoluează în sens invers, atunci riscul sporește.

Cei doi indicatori ce măsoară riscul financiar evoluează concomitent și sub influența modificării capitalului împrumutat al cărui quantum în urcare antrenează creșterea ratei îndatorării și micșorarea gradului de acoperire a dobânzii prin majorarea sumei dobânzilor de plătit și invers. Rata medie a dobânzilor plătite ca și rata rentabilității economice se manifestă ca factori de influență asupra riscului asumat de împrumutător, prin gradul de acoperire a dobânzilor.

Analiza riscului financiar și a efectului de levier prezintă un interes major în optimizarea procesului de constituire și utilizare a fondurilor pentru exploatare în vederea asigurării viabilității oricărei întreprinderi care funcționează în condițiile economiei de piață.

Exigențele tranziției țării noastre la economia de piață justifică reconsiderarea raporturilor de îndatorare în care sunt implicate firmele românești, admitând accesul larg la credite în condiții avantajoase. De asemenea, tentația obținerii unui efect pozitiv ridicat prin îndatorare trebuie cenzurată prin perspectivele prudenței necesare în afaceri, având în vedere consecințele posibile ale creșterii riscului financiar și a viabilității unei întreprinderi confruntate cu rigorile economiei de piață, în care coexistă cauzele falimentului cu cele ale prosperității.

4.4. Echilibrul fluxurilor bănești de intrare și de ieșire - expresie a utilizării eficiente a capitalurilor întreprinderii

4.4.1. Constituirea și utilizarea rațională a fondului de rulment - premisă a echilibrului financiar al întreprinderii

Funcționarea și dezvoltarea în condiții de optim a firmei presupune în mod necesar echilibrarea fluxurilor de intrare și ieșire la nivelul acesteia. Implicit acesta presupune și existența echilibrului financiar ca formă distinctă de manifestare a echilibrului economic.

În procesul finanțării activităților curente ale întreprinderii, precum și ale dezvoltării acestora, pot fi determinate o mulțime de poziții ale echilibrului financiar, dar la un moment dat, însă, situația de echilibru financiar optim poate fi considerată doar aceea care permite realizarea unei eficiențe financiare maxime (profit maxim).

Atingerea unui astfel de nivel de eficiență are loc numai printr-o alocare rațională și folosirea cu maxim de randament a resurselor financiare,

materiale și de muncă angajate în circuit. Într-un astfel de context este necesar să se țină seama, în mod expres, de toate restricțiile economice ce dau dimensiune procesului economic al întreprinderii. Restricțiile economice împreună cu cele naturale au caracter obiectiv și dimensionează amploarea procesului economic. Acestea reprezintă un factor de dinamizare a vieții economice, a progresului, prin tendința de depășire a îngrădirilor de orice fel.

Restricțiile economice pot fi: caracterul limitat al resurselor materiale și energetice, caracterul limitat al forței de muncă calificate și creșterii salariilor determinat de nivelul productivității muncii, caracterul limitat al consumurilor specifice și ale reducerii costurilor, caracterul limitat al puterii de cumpărare a banilor și implicit cel de absorbție al pieței etc. La acestea se adaugă și cele cu caracter pur financiar, precum: caracterul limitat al ofertei de capital, caracterul variabil al costului de capital, al creșterii prețurilor și în consecință al productivității capitalului, caracterul limitat al creșterii profitului și implicit al rentabilității etc.

Într-un astfel de context, problema echilibrului financiar este văzută nu ca un mecanism de înlăptuire, ci ca o condiție pentru buna derulare a procesului financiar microeconomic.

În bilanțul contabil sursele de proveniență a capitalului întreprinderii sunt reprezentate în ordinea descrescândă a exigibilității lor, în timp ce plasamentele sunt reprezentate în ordinea crescândă a gradului lor de lichiditate, respectiv a capacității elementelor de activ din patrimoniul firmei de a reveni la forma inițială, de disponibilitate bănească.

Problema exigibilității surselor de capital și a lichidității activelor este considerată una din problemele cheie ale gestiunii întreprinderii și, în egală măsură, a echilibrului financiar. Aceasta deoarece, echilibrul financiar

al întreprinderii, rezultă din confruntarea permanentă dintre lichiditatea activelor și exigibilitatea datoriilor⁹⁸.

Pornind de la necesitatea verificării permanente a existenței echilibrului financiar se operează cu indicatorul fond de rulment. Acest “sensor” este considerat principalul instrument menit să servească aprecierii existenței și consistenței acestui echilibru, așa după cum se relevă în lucrările de specialitate⁹⁹.

Mult timp, fondul de rulment a fost asimilat de anumiți autori activelor circulante (sau activului de rulment) fiind denumit fond de rulment brut (FRB) sau fond de rulment economic. În general se acceptă că:

Fondul de rulment este excedentul de capitaluri permanente față de activele nete imobilizate.

$$FR = C. \text{ perm.} - \text{Imobilizări nete}^{100}$$

Sensul dat noțiunii de capitaluri, în acest context, este unul contabil, de resurse permanente neimobilizate în active imobilizate și care pot fi utilizate pentru finanțarea activității de exploatare.

O relație de calcul a fondului de rulment cu semnificații în procesul de constituire și utilizare a fondurilor de exploatare este:

Fondul de rulment = Active circulante (AC) - Datorii pe termen scurt (DTS)

Cele două metode de calcul pun în evidență problemele finanțării procesului de exploatare: asigurarea unui raport rațional între finanțarea pe termen lung și cea pe termen scurt.

⁹⁸ LavandR., Albaut J. - Rations et gestion de l'entreprise, Dunod, Paris, 1989, p. 13

⁹⁹ Stancu I.- Finanțe, Editura Economică, București, 2006, pp. 322-326

¹⁰⁰ Depallens G. - Gestion financiere de l'entreprise, Sirey, Paris, 1972, pp. 134-135, ConsoP. - Gestion financiere de l'entreprise, Dunod, Paris, 1989, p. 190

Economiștii folosesc și noțiunea de fond de rulment net (F.R.N.) sau financiar însă aceste două expresii provin din confuzia creată între definiție și a doua metodă de calcul. În această situație fondul de rulment se opune activelor circulante considerate ca fiind fond de rulment total¹⁰¹.

În vederea desfășurării activității de exploatare în condiții de eficiență, întreprinderea trebuie să-și definească necesitățile. Nevoile (necesitățile) activității de exploatare se referă la capitalurile ce urmează a fi imobilizate în stocuri și clienți, iar creditul acordat de furnizori întreprinderii asigură resurse pentru finanțarea activității de exploatare. Pentru definirea nevoilor activității de exploatare se apelează frecvent la noțiunea “*nevoia în fond de rulment*” (NFR)¹⁰².

Expresia “*nevoia în fond de rulment*” conduce câte odată la confuzii cu fondul de rulment. Dar dacă primul termen reprezintă nevoia de finanțare legată de exploatare, al doilea privește o decizie de politică financiară. Nevoia în fond de rulment desemnează în realitate soldul nevoilor și resurselor legate de exploatare, care rezulta din relația:

$$\text{Nevoia în fond de rulment (NFR)} = \text{Stocuri (St)} + \text{Clienți (Cl)} - \text{Furnizori (F)}$$

În modul cel mai general nevoia în fond de rulment este definită ca o “combinație a elementelor de activ sau de pasiv care evoluează odată cu cifra de afaceri, fiind direct legate de ciclul aprovizionare - producție - vânzare”¹⁰³.

Noțiunea de nevoie în fond de rulment este legată de problemele puse de acoperirea necesităților de finanțare ale exploatării. Caracteristic acestei nevoi este faptul că aceasta este instabilă, fluctuantă și supusă

¹⁰¹Conso P. - La gestion financière de l'entreprise, Dunod, Paris, 1989, p. 190

¹⁰²Solnik B. - Gestion financière, Nathan, Poitiers, 1988, p. 66

¹⁰³Ibidem, p. 67

schimbărilor conjuncturale. Modalitățile finanțării sale influențează condițiile menținerii echilibrului financiar al întreprinderii. Definirea necesarului de finanțat ca o nevoie în fond de rulment ar fi justificată dacă în acoperirea financiară s-ar utiliza numai capitaluri permanente, indiferent dacă acestea se obțin prin contribuții interne sau externe.

Se asimilează astfel nevoia în fond de rulment cu nevoia de finanțare a exploatării. De aici, concluzia că diferența dintre activele circulante și datoriile pe termen scurt este egală cu fondul de rulment. Această stare de echilibru este valabilă doar pentru un moment dat, deoarece în perioada următoare ea se modifică.

Echilibrul financiar este menținut prin variațiile trezoreriei: încasările și creditele pe termen scurt.

Asimilarea noțiunii de nevoie în fond de rulment cu nevoia de finanțare este frecventă în analiza financiară. Această eroare de terminologie nu este gravă și este fără consecințe, deoarece se știe că aceste nevoi în fond de rulment nu vor fi acoperite de către fondul de rulment, decât în situații particulare.

Ca un element esențial al determinării raționale a nevoii în fond de rulment, constituirea stocurilor de active circulante trebuie să se realizeze la un nivel care să asigure condiții normale pentru îndeplinirea obiectivelor economice ale întreprinderii - obținerea de bunuri și/sau servicii în conformitate cu cerințele consumatorilor.

Dacă cifra de afaceri are pe parcursul unei perioade (de regulă un an) un nivel relativ constant și nevoile exploatării, în principal mărimea stocurilor, se mențin la un nivel relativ constant. Fenomenul este întâlnit la întreprinderile care au o mare stabilitate în ceea ce privește volumul și structura producției, a prețurilor de aprovizionare și desfacere și care au o

piață formată din clienți permanenți, cărora le cunoaște preferințele. În felul acesta necesitățile activității de exploatare au o dimensiune nemodificată pe o perioadă îndelungată, căpătând caracter de permanență.

Desfășurarea activității de exploatare în condiții de echilibru financiar, se înfăptuiește dacă întreprinderea poate utiliza resurse financiare suficiente să finanțeze activele circulante necesare. Cum necesitățile de active circulante sunt permanente și resursele cu ajutorul cărora acestea se finanțează, trebuie să fie permanente. Aceasta înseamnă că fondul de rulment (ce exprimă resurse de finanțare permanente ale activității de exploatare) trebuie să fie egal cu nevoile minime permanente de active circulante ale întreprinderii.

Cerința menționată exprimă o primă condiție pentru realizarea echilibrului financiar al întreprinderii privind activitatea de exploatare.

Cerințele echilibrului financiar impun, în cazul unui necesar mai mare față de fondul de rulment, eforturi pentru găsirea rezervelor în vederea diminuării, în primul rând a nevoilor permanente de exploatare. Majorarea fondului de rulment se realizează prin modalități rigide care nu au capacitatea de a echilibra operativ nevoile cu resursele fondului de rulment.

Astfel sporirea amortizării aferente activelor imobilizate se poate face prin folosirea sistemului accelerat de calcul, dacă întreprinderii i se permite aplicarea lui, iar acumularea profitului se poate face numai dacă proprietarii consimt acest lucru în detrimentul plăților privind dividendele. Contractarea de împrumuturi pe termen mijlociu și lung se poate face dacă sunt îndeplinite condițiile asiguratorii, impuse de împrumutător.

Deci, echilibrarea necesarului permanent de finanțat cu fondul de rulment, în caz de dezechilibru, trebuie să se realizeze, încă din faza planificării, în primul rând, prin constituirea la nivel minim a capitalurilor

de exploatare, cerință ce conduce la evitarea consumurilor inutile și la sporirea eficienței firmei. Excedentul de capitaluri permanente față de imobilizările nete, utilizate pentru acoperirea nevoilor de finanțare a exploatării, reprezintă o mărime relativ stabilă pe termen scurt. Fondul de rulment este diminuat fie prin investiții de active imobilizate fie prin diferite operațiuni financiare pe termen lung sau prin autofinanțarea unor acțiuni. În afara perioadelor când au loc investiții importante sau operațiuni financiare precum sporiri de capital sau împrumuturi, se poate vorbi de o creștere aproape constantă a fondului de rulment. În schimb, pe termen scurt nevoile de finanțare a exploatării variază.

În situația în care, necesarul de finanțat este în creștere în cursul unui an, pentru asigurarea echilibrului financiar trebuie ca fondul de rulment să fie cel puțin egal cu necesarul de finanțat, cel mai ridicat. În acest caz, în afara momentului de egalitate constatat între necesarul de finanțat și fondul de rulment, diferența dintre cei doi indicatori se traduce prin disponibilități excedentare în raport cu cele necesare tranzacțiilor. Aceste excedente sunt disponibilități “leneșe”¹⁰⁴ deoarece nu participă la activitatea întreprinderii în acele perioade (Fig. 15). Or, aceste capitaluri au un cost pe care eventualele plasamente pe termen scurt nu pot să le acopere.

Această constatare nu condamnă apriori existența acestui excedent de disponibilități care constituie o marjă de securitate față de modificării aleatorii ale activității economice.

¹⁰⁴Conso P. - Op.cit., p. 207

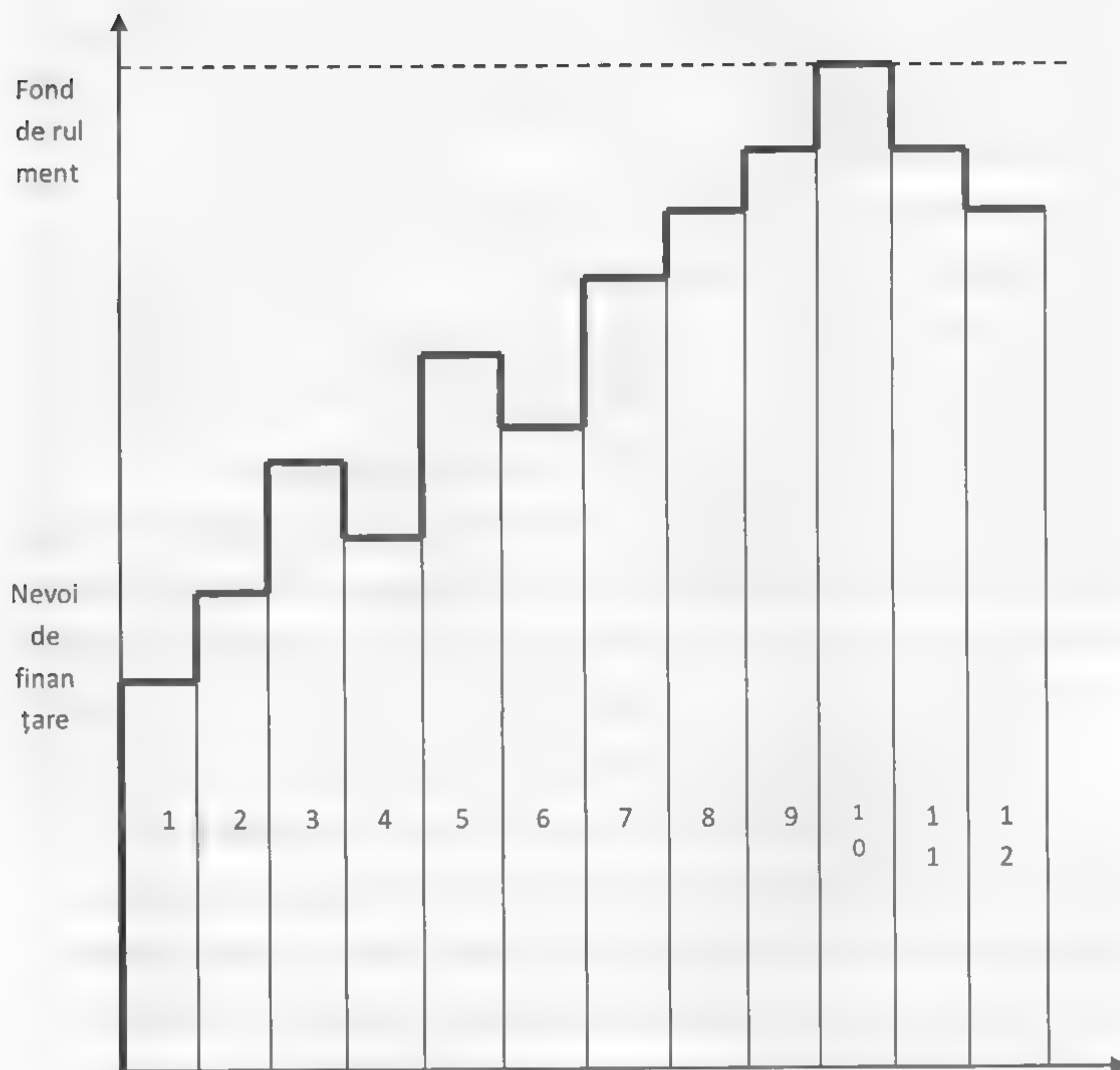


Fig.15 Fondul de rulment și nevoia de finanțare a exploatării

Se poate, în același timp, estima că această marjă de securitate este foarte importantă dar și foarte costisitoare. Există opinia că fondul de rulment să se afle la nivelul mediu al necesităților de finanțare a exploatării. În acest fel, perioada în care există disponibilități excedentare s-ar reduce. Apare însă un deficit de disponibilități, adică o nevoie de finanțare, neacoperită pe o durată limitată. Caracterul temporal limitat al acestei nevoi

permite acoperirea ei prin utilizarea creditului pe termen scurt, fără a pune în pericol echilibrul financiar al întreprinderii. Pentru un nivel dat al fondului de rulment, nivelul trezoreriei variază în funcție de necesarul de finanțat al exploatării:

$$\text{Trezoreria} = \text{Fond de rulment} - \text{Nevoia de finanțare a exploatării}$$

Fondul de rulment, deși este numit ca atare, nu apare în mod distinct în pasivul bilanțului. El se obține ca mărime, folosind informațiile din bilanț și reprezintă un “sensor”, un indicator, prin care se apreciază situația financiară a întreprinderii la un moment dat, starea ei de echilibru¹⁰⁵.

După unii autori francezi el semnifică o marjă de siguranță pentru gestiunea financiară a întreprinderii, pe seama acestuia urmând să se facă față obligațiilor scadente în situațiile în care în derularea activității fluxurile sale se scurtează și intervin factori nedorți cum ar fi: neonorarea unor obligații de către unii clienți ai întreprinderii, goluri în aprovizionare, stagnarea stocurilor în fabricație, nelivrări la termen, neobținerea la timp a unor credite comerciale ori împrumuturi, fenomene social-politice negative etc., dar, și o ilustrare a felului în care se realizează finanțarea nevoilor de exploatare pe seama capitalului permanent al întreprinderii.

În privința mărimii fondului de rulment net pot exista trei ipostaze, fiecare dintre ele având semnificații precise din punctul de vedere al finanțării activității firmei și a înfăptuirii echilibrului ei financiar, și anume:

- a. fondul de rulment este o mărime negativă ($F.R. < 0$)
- b. fondul de rulment este egal cu zero ($F.R. = 0$)
- c. fondul de rulment este o mărime pozitivă ($F.R. > 0$)

Dacă fondul de rulment este o mărime negativă (cazul a.) atunci utilizarea datoriilor pe termen scurt (D.T.S.) în finanțarea activității de

¹⁰⁵Trenca I. - Op.cit., p.87

exploatare devine permanentă, de unde și gradul mult mai ridicat de exigibilitate a surselor de finanțare (fig.16).

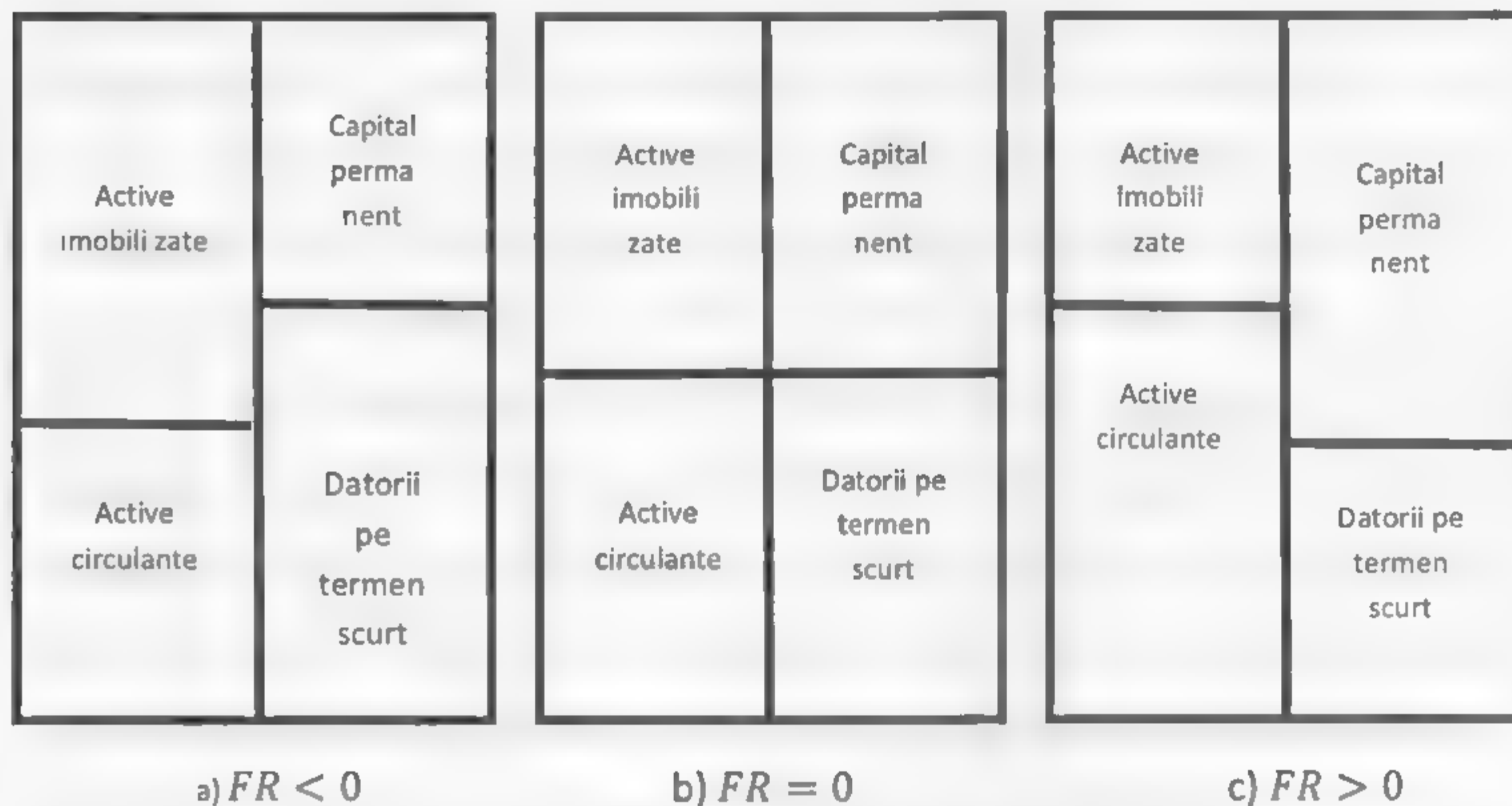


Fig. 16 Ipoteze ale fondului de rulment

Existența unui grad scăzut de lichiditate este, provocat de creșterea ponderii activelor imobilizate în totalul plasamentelor financiare. În aceste condiții, lesne se poate întrevădea că întreprinderea nu face față cererilor creditorilor săi de a-și onora la termen obligațiile, decât în situația în care, fie că procedează la lichidarea unor active imobilizate (terenuri, clădiri, participațiuni, alte valori mobiliare) - ceea ce înseamnă compromiterea existenței sale - fie că încercă să obțină o amânare la plată, sau noi împrumuturi pentru a face față acestor plăți, dar cu scadență mai îndepărtată.

Fenomenul pune în evidență faptul că echilibrul financiar al firmei este periclitat, chiar compromis. În general, se consideră că o întreprindere productivă nu trebuie să se găsească într-o astfel de situație, întrucât pot interveni fenomene imprevizibile care pot conduce la dezechilibru financiar,

și deci la imposibilitatea ca aceasta să-și onoreze obligațiile devenite scadente, cum sunt: falimentul unor clienți, crahul unor bănci, disparițiile unor persoane debitoare, incendii, inundații etc.). Din prudență, pentru a se evita astfel de situații delicate și nedorite este necesar ca întreprinderea să dispună, într-o anumită proporție, de active circulante pe care să le poată transforma cât se poate de rapid în lichidități, înainte ca datoriile să devină scadente. În acest fel se evită blocajele în circuitul financiar și se crează posibilitatea restabilirii urgente a echilibrului său financiar.

Prin excepție, fondul de rulment negativ poate fi înregistrat în cazul acelor firme, care prin profilul activității lor lichidează și reînnoiesc foarte repede stocurile, cum ar fi întreprinderile comerciale, sau cele care lucrează pe bază de avansuri și garanții, precum întreprinderile furnizoare de energie electrică și gaze și întreprinderi care, beneficiază și de o serie de facilități în privința plăților către furnizorii lor (au acces la creditul de furnizor).

În situația când fondul de rulment este nul (cazul b), pentru a-și asigura și menține echilibrul financiar, atenția întreprinderii trebuie concentrată cu precadere spre menținerea posibilităților de transformare a activelor în lichidități la termenele dorite și spre confruntarea permanentă a acestor termene cu cele ce privesc exigibilitatea datoriilor sale pe termen scurt. O astfel de situație pune în evidență fragilitatea echilibrului financiar al firmei, o consistență discutabilă a acestuia, ceea ce poate conduce la suspiciuni din partea partenerilor de afaceri și implicit la diminuarea credibilității firmei pe piață.

Dacă fondul de rulment net este pozitiv (cazul c) înseamnă că firma dispune, în ceea ce privește echilibrul său financiar, de acea marjă de siguranță necesară funcționării ei cotidiene. Existența fondului de rulment ($\text{capital permanent} > \text{active imobilizate}$) îi permite acesteia să-și asigure un

nivel minim, dar sigur pentru acele active circulante, a căror permanență este absolut necesară pentru buna ei funcționare: stocuri pentru exploatare maxime, stocuri realizabile pe termen scurt minime, precum și disponibilități în cont și în casă minime. Astfel de elemente ale activelor circulante, finanțate pe seama capitalului permanent, sunt numite în practica firmelor - stocuri utile. Fondul de rulment pozitiv, într-o proporție redusă, nu este însă suficient pentru a crea în perioada imediat următoare siguranța derulării normale a activității financiare. Dacă aceasta nu este dublată de măsuri care să elimine fenomenul încetinerii vitezei de rotație a capitalului circulant, să înlăture cauzele care conduc spre o lichiditate necorespunzătoare, la unele active circulante, atunci nu se pot întrevădea posibilități ca întreprinderea să evite pe deplin, în perioadele imediat următoare, perturbațiile ce pot apare în funcționarea ei cotidiană.

Analiza sistematică a fondului de rulment este o necesitate în contextul preocupărilor pe care managementul financiar le are în privința asigurării menținerii echilibrului financiar. Pentru aceasta devine o condiție sine qua non constituirea, alocarea și folosirea eficientă a activelor circulante ale întreprinderii. De altfel, în practica firmelor problematica echilibrului financiar și deci și a fondului de rulment, este asociată finanțării activității curente a întreprinderii și nu a investițiilor în active imobilizate ale acestuia. De unde se confirmă încă o dată adevărul că în economia de piață, nu lipsa de solvabilitate aduce întreprinderilor spectrul falimentului, cât lipsa de lichiditate, respectiv de capacitate de plată, întrucât obligațiile pe termen scurt sunt mult mai presante pentru management decât cele pe termen mediu și lung. Regula de bază folosită în proiectarea echilibrului financiar, este că totalul plasamentelor în active circulante să fie realizate,

atât pe seama excedentelor pe care capitalul permanent îl are față de activele imobilizate, cât și pe seama datoriilor pe termen scurt, adică:

$$A_C = F.R. + D.T.S.$$

Astfel spus, nevoia de capital circulant se acoperă atât pe seama datoriilor pe termen scurt, cât și a fondului de rulment, respectiv a acelei părți din capitalul permanent care excede asupra activelor imobilizate ale întreprinderii. O astfel de rezolvare în finanțare își lasă amprenta, așa cum este și firesc, asupra modului concret de înfăptuire a echilibrului financiar, dar și asupra consistenței acestuia. Tot de aici desprindem ideea că echilibrul financiar prezintă un caracter extrem de dinamic, generat, la rândul său, de natura și comportamentul nevoii de capital circulant, pe de o parte, de natura și comportamentul surselor adecvate finanțării acestei nevoi, pe de altă parte. Prin modificările ce pot fi aduse elementelor ce compun relația prezentată mai sus, rezultă nevoia de fond de rulment:

$$F.R. = A_C - D.T.S.$$

Adică, din variația termenilor din partea dreaptă a egalității se poate obține un sold care face ca nivelul fondului de rulment să fie diferit de cel inițial. Deci nevoia de fond de rulment înregistrează:

- a. o creștere de la o perioadă la alta având:

$$\Delta F.R. = \Delta A_C - \Delta D.T.S. > 0$$

- b. o scădere de la o perioadă la alta când:

$$\Delta F.R. = \Delta A_C - \Delta D.T.S. < 0$$

- c. un nivel constant de la o perioadă la alta, când:

$$\Delta F.R. = \Delta A_C - \Delta D.T.S. = 0$$

Pentru a obține un astfel de rezultat este necesar să se determine mărimile de calcul, atât pentru perioada de bază, cât și pentru cea curentă de gestiune iar apoi să se compare între ele. Esențial rămâne faptul că un astfel

de rezultat trebuie interpretat ca fiind marja în limita căreia urmează să se acționeze pentru a se restabili echilibrul financiar, ca urmare a dezechilibrului provocat de mișcarea nevoilor de capital circulant, pe de o parte, și a resurselor de finanțare adecvate, pe de altă parte.

4.4.2. Fluxurile de lichidități și utilizarea eficientă a capitalurilor pentru exploatare

Formarea și utilizarea în condiții de eficiență a capitalurilor de exploatare impune asigurarea permanentă a echilibrului dintre încasări și plăți. Evoluția încasărilor și a plăților se reflectă și are o influență directă asupra eficienței constituirii - utilizării capitalurilor de exploatare. Cunoașterea sa permite evitarea situațiilor de ilichiditate care blochează activitățile firmei și conduc la rezultate financiare negative, sau de creare a unor excedente de lichidități, care dacă nu sunt valorificate corespunzător, produc diferențe mari între costul capitalurilor și posibilitățile de remunerare a lor. O imobilizare de capitaluri de exploatare pe o perioadă mare privează întreprinderea de mijloace utilizabile pentru dezvoltarea acesteia.

Evitarea situațiilor de dezechilibru se poate face prin previzionarea fluxului de lichidități. Utilitatea previziunilor este deosebit de importantă pentru cunoașterea deficitului potențial de lichidități și căutarea unor resurse de finanțare pe termen scurt (de regulă credite bancare). În ceea ce privește eventualele lipsuri de lichidități, remarcăm faptul că băncile preferă să împrumute firmele care demonstrează capacitatea de anticipare a nevoilor viitoare de lichidități. Pe de altă parte, estimarea unor excedente de lichidități în anumite perioade ale anului, dă posibilitatea elaborării unor

decizii corecte în privința plasamentelor și fructificării acestor disponibilități temporare.

Previzionarea lichidităților se poate realiza cu ajutorul unei metode fundamentate de autori francezi și preluată în teoria și practica economică din țara noastră, numită metoda bilanțurilor sau a termenelor de rotație, conform căreia abordarea sintetică a trezoreriei se face pornind de la relația¹⁰⁶:

$$\Delta \text{Trezorerie} = \Delta \text{Fond de rulment} - \Delta \text{Necesar de finanțat al}$$

exploatării

Nevoia de fond de rulment înseamnă capitalul permanent atras în circuit, peste nivelul activelor imobilizate, de unde și dorința manifestată de a reduce la minimum necesar acest plasament, deoarece orice capital “costă”. Această minimizare trebuie realizată fără a periclita funcționarea normală, cotidiană, a întreprinderii. Prin urmare activele circulante nu pot fi minimizate sub plafonul care, periclitează aprovizionarea, fabricația și comercializarea, iar datoriile pe termen scurt nu pot fi majorate peste limita de credibilitate pe care creditorii o acordă întreprinderii. Aceasta limită poate fi “tradusă” prin creditul comercial limitat, acceptat întreprinderii de către furnizorii săi, prin împrumutul bancar pe termen scurt, acordat de bănci, de regulă, într-un mod restrictiv și extrem de oneros, cât și prin alte obligații față de terți, ce îmbracă forma unor pasive (obligații de plată) minime, rezultate din aplicarea diferitelor sisteme de decontare, care de asemenea nu pot fi majorate peste o limită ce poate pune sub semnul întrebării calitatea de bun platnic a întreprinderii.

¹⁰⁶Colasse B. - Gestion Financière, Dunod, Paris, 1993;Solnik, B. - Gestion Financiere, Nathan, 1988; Stancu I - Finanțe, Editura Economică, București, 2006

În consecință, pornind de la aceste constatări rezultă că pentru a ști cât trebuie să investim în fondul de rulment și prin aceasta pentru a înfăptui echilibrul financiar al întreprinderii cu un cost al capitalului cât mai redus, este absolut necesar să cunoaștem structura și comportamentul plasamentelor în active circulante, pe de o parte, structura și comportamentul surselor de finanțare pe termen scurt la care are acces întreprinderea, pe de altă parte. Rezolvarea unei astfel de probleme este esențială pentru gestiunea financiară a întreprinderii pentru managementul său, întrucât apare evident faptul că după crearea cadrului tehnologic, ca urmare a procesului investițional, pentru a-l putea folosi este necesară finanțarea activelor circulante.

Pentru rezolvarea unei astfel de probleme ce privește folosirea eficientă a surselor financiare și înfăptuirea echilibrului financiar este necesar să ne referim la principiul echivalenței cronologice. Potrivit acestuia, regula de bază în finanțare este aceea de a finanța plasamente în active pe seama surselor ce au exigibilitatea egală cu durata de existență a activului în cauză. În această situație activele cu caracter permanent trebuiesc finanțate pe seama surselor cu caracter permanent, iar cele cu caracter aleator pe seama surselor de același fel. Este de la sine înțeles, ca în active cu caracter permanent includem, în primul rând, activele imobilizate, care este firesc să fie finanțate pe seama capitalului permanent, adică a capitalului propriu și al datoriilor pe termen lung. Includem aici și o parte a activelor circulante, care datorită condițiilor în care se desfășurează ciclul de exploatare, a continuității sale, prezintă un caracter de permanență, deși acest gen de plasamente este considerat ca fiind făcut pe termen scurt.

Continuitatea procesului productiv obligă în mod necesar la existența unor stocuri minime, cu caracter de siguranță, menite să elimine

dificultățile ce pot interveni ca urmare a acțiunii unor factori aleatori. De aceea, în orice moment, întreprinderea trebuie să fie în posesia unor stocuri minime de materii prime și materiale care să-i asigure continuitatea fabricației, mai ales în cazul apariției unor goluri în aprovizionare. Apoi continuitatea fabricației impune ca în orice moment să existe un stoc de produse în curs de fabricație, nefinisate, precum și de - semifabricate, așa cum continuitatea livrărilor determină existența în orice moment a unui stoc de produse finite aflat în pregătire pentru comercializare.

De asemenea, ea dispune de un stoc de produse aflat în curs de decontare, precum și de efecte comerciale primite de la clienții săi, care au la rândul lor, un caracter de permanență.

Analizând pasivul întreprinderii și ținând seama de comportamentul surselor de finanțare, putem constata existența în cadrul datoriilor pe termen scurt a unor surse cu caracter permanent. Dacă ne referim la o perioadă de gestiune de un an, putem încadra aici nivelul constant al creditelor bancare pe termen scurt obținute de întreprindere de la bănci (credite revolving), volumul constant al obligațiilor față de salariații proprii, față de furnizori etc.

O astfel de grupare, prin prisma caracterului de permanență a activelor circulante, pe de o parte și a pasivelor cu exigibilitatea pe termen scurt, pe de altă parte, ne permite să realizăm o compatibilitate între plasamente și surse ce au același comportament, respectându-se principiul echivalenței cronologice.

Desigur că în proporția lor covârșitoare, atât activele, cât și pasivele, numite “cu caracter permanent” sunt legate îndeosebi de valorile de exploatare, ele având o pondere mult mai însemnată în privința îndeplinirii echilibrului financiar într-o perioadă de gestiune dată, pe când celelalte

privesc îndeosebi active și pasive cu un pronunțat caracter financiar, fiind de regulă active cu un grad de lichiditate foarte ridicat și respectiv pasive cu exigibilitate foarte scurtă. Din acest motiv, primele fac obiectul gestiunii, de regulă, pe o perioadă extinsă de până la un an, pe când secunde, pe perioade scurte și foarte scurte (Fig. 17).

| | | | |
|--|-------------------------------|---------------------------------|---|
| P l a s a m e n t e p e r m a n e n t e | Active imobilizante | Fond de rulment | S u r s e p e r m a n e n t e |
| | Active circulante | Datorii pe termen scurt | |
| | a) active cu termen permanent | a) pasive cu caracter permanent | |
| | b) active cu termen aleatoriu | b) pasive cu caracter aleatoriu | |
| | | | |

Fig.17 Structura financiară a întreprinderii în funcție de exigibilitatea surselor de finanțare

În finanțarea activelor circulante o importanță deosebită o are creditul bancar pe termen scurt. În funcție de mărimea participării creditului bancar pe termen scurt se produc o serie de variații în ce privește cuantumul capitalului permanent în finanțarea activelor circulante, respectiv în dimensiunea fondului de rulment.

În practica firmelor occidentale există tendința de diminuare a finanțării pe seama capitalului permanent și deci, de a se reduce fondul de rulment, prin suplinirea acestuia pe seama unor împrumuturi pe termen scurt. Explicația constă în aceea că pe măsură ce se reduc dimensiunile fondului de rulment practic crește rentabilitatea, datorită faptului că, în general, dobânda plătită pentru împrumuturile contractate de întreprindere pe termen scurt este mult mai mică decât cea aferentă celor contractate pe termen lung. Nu avem în vedere aici împrumuturile de urgență contractate pe termen scurt și foarte scurt, reclamate de trezorerie, care sunt extrem de oneroase, ci pe cele considerate normale. În plus, împrumuturile pe termen scurt permit întreprinderii o mai mare flexibilitate în manevrarea surselor de finanțare. Ele pot fi oricând modulate și adaptate exact cerințelor, și aceasta foarte rapid, pe când cele pe termen lung, odată plasate, nu mai pot fi manevrate cu ușurință. Ca urmare, la o sumă egală, costul capitalului bazat pe împrumutul bancar pe termen lung este mult mai mare, decât a celui bazat pe împrumutul pe termen scurt, ceea ce face ca acesta din urmă să fie preferat. Consecința constă în aceea că substituind împrumutul pe termen lung cu cel pe termen scurt în finanțarea activității de exploatare se poate obține în final, un profit suplimentar. La aceasta se mai adaugă și flexibilitatea scontată în manevrarea surselor de finanțare, pe care o oferă împrumutul pe termen scurt.

Efectul favorabil al unei astfel de operațiuni în finanțarea activității de exploatare are un efect nefavorabil concretizat în creșterea riscului de insolvabilitate a întreprinderii. Fenomenul este explicat prin aceea că prin creditul pe termen scurt, care substituie fondul de rulment, se finanțează practic nevoi de exploatare ce prezintă un caracter de permanență, deci valori ce etalează un grad scăzut de lichiditate. În cazul când prin folosirea creditului pe termen scurt nu se poate asigura permanența reînnoirii sale, pe lângă faptul că se periclitează finanțarea nevoilor cu caracter permanent, întreprinderea nu este în măsură să regleze în mod corespunzător compatibilitatea necesară între plasamente și creanțe. Ea înregistrează, în această situație, o lipsă acută de lichidități cu efecte nefavorabile în privința onorării obligațiilor și ajunge în incapacitate de plată. Situația se rezolvă prin apelul la credite bancare cu regim de urgență, iar acestea sunt extrem de oneroase, contractarea lor punând sub semnul întrebării însăși garanția bunei funcționări a întreprinderii, prin aceasta scăzând credibilitatea în fața partenerilor.

Dobânzile suplimentare aferente acestor împrumuturi cu regim de urgență, cât și diminuarea credibilității întreprinderii, ce poate duce de multe ori și la scăderea cursului acțiunilor sale pe piață, reprezintă costul aferent creșterii riscului de insolvabilitate. De aici, necesitatea de a se recurge la determinarea unui fond de rulment optim a cărui existență trebuie să fie certă. Fondul de rulment optim este acela care la o variație într-o proporție redusă a sa, determină o variație egală a rentabilității și a costurilor de risc corespondente.

Deci, pentru a asigura buna funcționare a mecanismului întreprinderii și implicit o derulare corespunzătoare a procesului său financiar, este necesar mai întâi de toate crearea premiselor existenței și

menținerii echilibrului financiar. Regula de bază după care se conduce întreprinderea în procesul îndeplinirii lui o constituie principiul echivalenței cronologice și a minimului permanent. În aceste condiții principalul “sensor” ce pune în evidență existența acestui echilibru este trezoreria întreprinderii.

Nevoia de fond de rulment rezultă din mișcarea activelor circulante și a datoriilor pe termen scurt. Ea variază funcție de un plafon minim al activelor circulante impus de necesitatea asigurării continuității aprovizionărilor, fabricației și comercializării, evitându-se în acest fel eventualele perturbații ale ciclului de exploatare, și de o limită superioară, care se dorește maxim posibilă, a datoriilor pe termen scurt, pe care creditorii întreprinderii, luați în ansamblul lor, o pot admite, vis-a-vis de valoarea întreprinderii, de forța ei concurențială.

Dintre cele două mărimi de calcul, activele circulante și datoriile pe termen scurt, după părerea noastră, activele circulante sunt cele asupra cărora trebuie să se acționeze în vederea realizării echilibrului financiar, deoarece ele își lasă amprenta asupra dimensiunilor și structurii finanțării. Mărimea activelor circulante prezintă într-o mare măsură un caracter de obiectivitate, întrucât nevoia pentru exploatare, ca dimensiune și structură, este impusă de o serie de factori obiectivi, cum sunt: profilul de activitate, nivelul performanțelor tehnologice, condițiile de aprovizionare, modul specific de organizare și îndeplinire a fabricației, condițiile și modalitățile de comercializare a produselor, modalitățile de decontare cu furnizorii și clienții etc. Nu se poate exclude totuși influența unor factori subiectivi care se asociază, de regulă, modului concret de administrare a întreprinderii. Activele circulante comparativ cu sursele de finanțare folosite pentru realizarea unor astfel de plasamente, prezintă o oarecare independență. De

aceea, pe bună dreptate, se admite ideea că suma resurselor de finanțat trebuitoare este în funcție de nevoia de active circulante și nu invers. De asemenea asupra nevoii de active circulante se pot face unele corective prin prisma politicii de finanțare adoptată de întreprindere, în deplină concordanță cu strategia de menținere și consolidare a poziției sale pe piață. Determinarea unui fond de rulment optim se înscrie ca un obiectiv de piață important al politicii financiare a întreprinderi, iar transpunerea în fapt a acestuia, constituie un factor menit să asigure folosirea cu eficiență a surselor financiare ale firmei și prin aceasta să contribuie la creșterea eficienței sistemului economic-întreprindere, văzut în ansamblul său.

Pe parcursul unei perioade de funcționare, întreprinderea trece de la o stare patrimonială la alta. Aceste treceri se realizează prin procese financiare succesive de alocare de fonduri bănești în procese productive și de recuperare a lor continuă din încasarea vânzărilor. Aceste procese sincrone de mobilizare și alocare de fonduri de încasare a creanțelor și de plată a datoriilor exprimă manifestarea dinamică a echilibrului financiar al întreprinderii¹⁰⁷. Echilibrul financiar realizat pe seama încasărilor din vânzările proprii este cel mai sigur, deoarece în aceste încasări se regăsesc toate posibilitățile de acoperire a cheltuielilor de fabricație, de reînnoire a mașinilor și utilajelor, de rambursare a creditelor și de acoperire a altor nevoi de dezvoltare și stimulare.

Cifra de afaceri încorporează componentele valorice necesare pentru acoperirea tuturor destinațiilor menționate, ceea ce conduce spre o nouă stare patrimonială a întreprinderii. Fiecare element de activ este reînnoit, într-un anumit timp, prin cifra de afaceri. Totodată, fiecare datorie este achitabilă într-un interval de timp specific, prin componența valorică

¹⁰⁷ Stancu I. - Finanțe, Editura Economică, 2006, p.402

corespunzătoare din cifra de afaceri. Acești timpi necesari pentru reînnoirea activelor și pentru plata datoriilor sunt numiți durate de rotație a fondurilor pe seama cifrelor de afaceri. Starea patrimonială nouă este o consecință a alocării succesive a unor părți corespunzătoare din cifra de afaceri, pentru plata datoriilor și pentru reînnoirea activelor. Deci, dacă nu au loc modificări sensibile în condițiile de exploatare a întreprinderii, se poate estima că o creștere a cifrei de afaceri se traduce, în noua stare patrimonială, a creanțelor și a datoriilor întreprinderii. Principalele constante în această situație sunt:

$$\frac{\text{Active}}{\text{Cifra de afaceri}} = \text{Constant} \text{ și } \frac{\text{Datorii}}{\text{Cifra de afaceri}} = \text{Constant}$$

Acești indicatori pot fi exprimați și sub forma duratei în zile a rotației capitalurilor:

$$\frac{\text{Active}}{\text{Cifra de afaceri}} \cdot 360 = \text{Numărul zilelor în care cifra de afaceri anuală reînnoiește activele (sau achită datoriile)}$$

Durata de rotație a fondurilor poate fi descompusă în elementele componente ale activelor, respectiv ale datoriilor, și în componentele valorice ale cifrei de afaceri. Se obține, astfel, durate de rotație specifice pentru fiecare element de activ, respectiv de datorie, în raport cu partea corespunzătoare din cifra de afaceri, după relația:

$$\frac{\text{Elemente de activ(sau de datorie)}}{\text{Cifra de afaceri}} \times 360 = \text{Ponderea valorică a elementelor de activ(sau ale datoriei) în totalul cifrei de afaceri.}$$

Particularizând, pentru fiecare element de activ și de datorie se pot determina duratele în zile a rotațiilor acestora:

- pentru materii prime:

$$D_{zm} = \frac{M.p. \cdot 360}{C.A. \cdot M\%},$$

unde:

M.p. - este valoarea materiilor prime

C.A. - este Cifra de afaceri

M% - este ponderea consumului de materii prime de la terți în cifra de afaceri

- pentru producția în curs de fabricație (D_{zc})

$$D_{zc} = \frac{P_c \cdot 360}{C.A. \cdot M\% + \frac{F\%}{2}},$$

unde:

P_c - este producția în curs de fabricație

F% - este ponderea cheltuielilor de fabricație în cifra de afaceri

- pentru produsele finite ($D_{z.f.}$):

$$D_{z.f.} = \frac{P.f. \cdot 360}{C.A. \cdot C\%},$$

unde:

P.f. - este valoarea produselor finite

C% - este ponderea costului produselor finite în cifra de afaceri

- pentru creditul acordat clienților (A_{zi}):

$$A_{zi} = \frac{C \cdot 360}{C.A. \cdot I\%},$$

unde:

C - este soldul contului clienți

I% - este ponderea încasărilor și a T.V.A. în cifra de afaceri

- pentru durata creditului primit de la furnizori (D_{zZ}):

$$D_{zZ} = \frac{F_z \cdot 360}{C.A. \cdot M\%},$$

unde:

F_z - este soldul contului furnizori

- pentru perioada de achitarea T.V.A. (D_{zTVA}):

$$D_{zTVA} = \frac{TVA \cdot 360}{C.A. \cdot TVA\%}$$

unde:

T.V.A. - reprezintă plățile către buget privind T.V.A.

T.V.A.% - reprezintă ponderea T.V.A. în cifra de afaceri

Într-un mod similar se calculează duratele de achitare ale celorlalte datorii ale firmei. Ansamblul corelat al tuturor duratelor de rotație a elementelor de activ și/sau de datorie formează un sistem de indicatori financiari dinamici, prin care se surprinde foarte bine echilibrul financiar al firmei. Relevanța acestor indicatori îi recomandă pentru calculele de previziune financiară, în condiții de stabilitate economică a întreprinderii. Duratele de rotație a elementelor de activ exprimă “timpul de așteptare” pentru transformarea stocurilor de materii prime, produse nefinite, sau finite în mijloace bănești. Odată cu terminarea ciclului de exploatare, când capitalurile revin la forma funcțională de bani se obține de către întreprindere, surplusul de monetar. Acesta, deoarece în mod normal la încheierea ciclului, stocul final de monedă ar trebui să fie mai mare decât stocul inițial.

Încasările astfel rezultate trebuie să fie obținute, la timp și suficiente pentru onorarea tuturor datoriilor însemnând plățile privind consumul factorilor de producție, dar și cele privind obligațiile către instituțiile financiar bancare, sau de stimulare a proprietarilor.

Surplusul monetar are un rol deosebit de important în echilibrul financiar al firmei deoarece este sursă a acumulărilor, sau de plată a dobânzilor bancare.

Duratele de rotație ale capitalurilor calculate în raport cu cifra de afaceri au o capacitate informativă ridicată, iar datorită caracterului dinamic conținut, mai sunt denumite și rate cinetice¹⁰⁸.

Previzionarea echilibrului financiar al firmei cu ajutorul indicatorilor menționați se realizează pornind de la proporționalitatea ce există între evoluția cifrei de afaceri și cei doi termeni ai echilibrului financiar respectiv încasări și plăți. Pentru început, se determină structura normativă a echilibrului financiar la o cifră de afaceri previzionată pentru exercițiul următor. În a doua etapă se calculează modificările cifrei de afaceri ca urmare a schimbării duratei stocajului, a duratei de încasare a clienților, a duratei de plată a furnizorilor etc., sau ca urmare a modificării costurilor aferente vânzărilor. În final, se determină cifra de afaceri obținabilă, la un capital social dat, sau prevăzut să crească în exercițiul următor.

Aceste calcule permit diferite simulări ale corelației cifra de afaceri - echilibrul financiar, din care se pot trage concluzii pentru politica financiară a întreprinderii.

Accelerarea rotației activelor circulante ale întreprinderii este rezultatul unor îmbunătățiri calitative și cantitative a activității de exploatare: reducerea costurilor, ale duratelor de fabricație, îmbunătățirea aprovizionării și desfacerii produselor. Din această cauză este considerat ca un indicator sintetic al aprecierii eficienței utilizării fondurilor firmei. De altfel între viteza de rotație și profitul întreprinderii se poate stabili o relație directă, în sensul că într-o perioadă de timp, profitul poate fi exprimat ca un produs între profitul obținut la o rotație și numărul de rotații realizate.

În concluzie, putem afirma că structură financiară și cea a activelor întreprinderii constituie o elocventă ilustrare a modului în care

¹⁰⁸Stancu I. - Op.cit., p.405

managementul financiar al firmei și-a formulat opțiunile pentru diferite variante de finanțare, de acțiune financiară. În măsura în care aceasta vizează crearea unei structuri financiare optime, în mod necesar se recurge la previzionarea acesteia, după care se urmărește transpunerea în practică pentru realizarea dezideratului creșterii eficienței în ceea ce privește utilizarea capitalurilor firmei.

Capitolul 5.

Analiza financiară – premise a eficientizării gestiunii capitalurilor firmei

5.1. Analiza fluxurilor financiare - premisă a gestionării eficiente a capitalurilor firmei

Desfășurarea proceselor economico - financiare din întreprindere presupune manifestarea unei multitudini de fluxuri materiale și bănești.

În sens economic, fluxul este considerat ca o transmitere a valorii sau ca “un stoc supus transformărilor într-un interval de timp”¹⁰⁹. În principiu utilizarea capitalurilor produce două categorii de fluxuri:

- fluxuri reale și
- fluxuri financiare.

Fluxurile reale privesc transformările materiale pe care capitalul sub forma de active fizice le înregistrează în procesul utilizării lui, de la stocurile de materii prime până la cele de produse finite.

Fluxurile financiare se referă la utilizarea mijloacelor bănești în cadrul procesului economic inclusiv în derularea schimburilor prin intermediul banilor. Schimburile au ca efect modificarea compoziției stocurilor deținute de fiecare firmă. Dacă se inventariază stocurile la începutul și sfârșitul unei perioade, care delimitează procesul utilizării

¹⁰⁹ Georgescu-Roegen N. – Legea entropiei și procesul economic, Editura politică, București, 1979, p. 355

capitalurilor, se constată diferențe atât în ceea ce privește mărimea cât și structura lor.

Se poate aprecia că procesul de utilizare a capitalurilor este eficient desfășurat dacă la sfârșitul operațiunilor de transformări reale și financiare se obține o structură optimă a stocurilor. Întreprinderea are o structură optimă a stocurilor, dacă mărimea și compoziția acestora poate, în orice moment să asigure prin menirea lor continuitatea activității firmei în condiții de eficiență. Un rol deosebit de important îi revine stocului de mijloace bănești care asigură legătura întreprinderii cu mediul economic.

Utilizarea banilor are în cadrul procesului economic un caracter universal “deoarece nimic nu scapă constrângerilor financiare”¹¹⁰.

Fluxurile bănești generate de activitatea economică a firmei sunt, în primul rând, fluxuri de procurare a capitalului, de utilizare a acestuia în concordanță cu necesitățile pe care le reclamă buna derulare a fluxurilor corporale, apoi de recuperare integrală a acestuia și în fine, de obținere a profitului.

Fluxurile financiare au rolul unui liant în procesul de utilizare a capitalului, între fluxurile reale, având capacitatea de a influența calitatea derulării lor, în sensul accelerării proceselor de prelucrare și a limitării cheltuielilor ocazionate de producerea lor, la strictul necesar.

Analiza fluxurilor bănești - financiare oferă posibilitatea aprecierii, într-o viziune dinamică, a eficienței proceselor de formare și utilizare a capitalurilor întreprinderii într-o perioadă de timp dată, descoperind eventualele rezerve de îmbunătățire a acestuia. În urma analizei se

¹¹⁰Conso P. - La gestion financiere de l'entreprise, Dunod, Paris, 1989, p. 13

diagnostichează starea de performanță a întreprinderii la încheierea unui exercițiu¹¹¹.

Din compararea fluxurilor bănești de intrare, respectiv încasările numite și fluxuri pozitive, cu cele de ieșire, respectiv plățile, numite și fluxuri negative, ambele generate în procesul economic a firmei, rezultă surplusul monetar. Acesta este sursa remunerării capitalurilor angajate în activitatea economică a întreprinderii și a dezvoltării acesteia.

Măsura în care surplusul obținabil asigură acoperirea destinațiilor programate, conferă dimensiune eficienței utilizării capitalurilor întreprinderii. Pentru măsurarea surplusului monetar se alege o perioadă de referință, unde se examinează fluxurile financiare și reale care intervin, ocazie cu care se pot constata următoarele stadialități ale proceselor de transformare¹¹²:

- fluxuri financiare generate de operațiuni relative la perioadele precedente, care se adaugă la fluxurile perioadei de referință reprezentând încasări din vânzări sau plăți pentru cumpărări;
- consumuri de bunuri și servicii care au fost plătite în cursul perioadei precedente, existente sub forma stocului de active fizice la începutul perioadei. Acest consum este neutru din punct de vedere financiar;
- consumuri de bunuri și servicii care generează fluxuri financiare îmbrăcând forma creanțelor și datoriilor la sfârșitul perioadei;
- plăți privind bunuri și servicii achiziționate pentru a fi consumate în perioadele viitoare și care generează stocuri de active fizice la

¹¹¹Stancu I. - Finanțe, Editura Economică, București, 2006, p. 307

¹¹²Conso P. - Op.cit., p. 30

sfârșitul perioadei. Acestea sunt fluxuri financiare negative care diminuează surplusul monetar.

Pentru a surprinde fluxurile financiare nete, teoria și practica financiară elaborează tablouri de finanțare pe baza bilanțului și a contului de rezultate. Bilanțul descrie situația întreprinderii la un moment dat, ca rezultat al fluxurilor fizice și financiare, iar contul de rezultate înregistrează cheltuielile și veniturile ocazionate de aceste fluxuri. Separând cheltuielile plătibile în cursul exercițiului financiar, de cele a căror plată este scadentă în exercițiile următoare și veniturile încasabile în cursul exercițiului, de cele încasabile în viitor, se poate determina fluxul bănesc net al exercițiului (cash flow-ul sau situația trezoreriei).

Tabloul de finanțare este capabil să explice formarea fondului de rulment și relația acestuia cu soldul de trezorerie, prin intermediul fluxurilor bănești, (de încasări și plăți), al exercițiului încheiat. El se întocmește pe baza a două bilanțuri succesive și explică legătura dintre partea de sus și partea de jos a bilanțului, prin intermediul variației fondului de rulment.

Prima parte a tabloului de finanțare analizează modul cum se realizează, în dinamică, echilibrul structural între elementele stabile ale bilanțului (utilizări și resurse stabile), iar a doua parte analizează modul cum se utilizează fondul de rulment în asigurarea echilibrului funcțional între elementele ciclice ale bilanțului (utilizări și resurse ciclice) și al echilibrului financiar între încasări și plăți.

Analiza acestor fluxuri financiare pornește de la constatarea din bilanțuri succesive, a unui flux de resurse. Atunci poate crește un post de pasiv (ca urmare a unui aport de capital) sau poate scade un post de activ (ca urmare a amortizării activelor imobilizate). În cazul unui flux de utilizare de

mijloace bănești, crește un post de activ, (cumpărarea de materii prime și/sau active imobilizate), sau scade un post de pasiv (achitarea unei datorii).

Trezoreria se modifică nu numai ca efect a cheltuielilor și veniturilor exercițiului, ci și ca urmare a variației stocurilor de active și a soldurilor de datorii, la sfârșitul perioadei precedente, față de începutul perioadei de gestiune. În cursul exercițiului devin plătibile cheltuieli efectuate în exercițiul anterior. Venituri înregistrate în exercițiul anterior devin încasabile în cursul exercițiului curent. De asemenea, venituri și cheltuieli ale exercițiului curent, devin realizabile în exercițiul următor.

Trezoreria întreprinderii fiind unică variază și în raport de cheltuielile plătibile pentru investiții și ca urmare a fluxurilor de capital și de dobânzi, rezultate din operațiunile financiare și excepționale ale întreprinderii în cursul exercițiului curent.

Surplusul monetar aferent unui exercițiu financiar este numit în evidențele contabile - excedent brut al exploatării. El reprezintă sursa potențială, pentru asigurarea capacității de autofinanțare a întreprinderii. Cu cât procesul de utilizare a fondurilor (capitalurilor) întreprinderii se desfășoară mai eficient cu atât capacitatea de autofinanțare este mai puternică.

Capacitatea de autofinanțare apare ca o sursă stabilă care permite finanțarea investițiilor, rambursarea împrumuturilor financiare contractate în anii anteriori și plata dividendelor către proprietarii întreprinderii. Creșterea fondului de rulment este dovada îmbunătățirii structurii financiare a întreprinderii reflectând creșterea resurselor stabile în raport cu nevoile permanente.

Această creștere demonstrează capacitatea întreprinderii de a degaja lichidități atât în partea superioară cât și în cea inferioară a bilanțului

precum și aceea de îmbunătățire a situației trezoreriei. Dimpotrivă, scăderea fondului de rulment este dovada unui dezechilibru financiar, în care unele nevoi permanente sunt acoperite din resurse pe termen scurt, fapt ce demonstrează o utilizare ineficientă a capitalurilor întreprinderii.

În concluzie, pentru a judeca eficiența procesului de utilizare a capitalurilor întreprinderii se analizează bilanțurile succesive care permit aprecierea stării și a evoluției echilibrului financiar și a îndatorării întreprinderii. Analiza oferă șansa cercetării cauzelor situației financiare, pentru a înțelege evoluția sa în vederea efectuării de previziuni prin care se corectează neajunsurile, eficientizându-se activitatea întreprinderii.

În funcție de evoluția teoriei și practicii financiare sau elaborat diferite tipuri de tablouri de finanțare: de la tabloul plurianual la tabloul explicativ al variației trezoreriei.

Tabloul fluxurilor financiare urmărite pe mai mulți ani pornește de la primordialitatea capacității de autofinanțare, parte din valoarea adăugată, ce revine întreprinderii ca o sursă stabilă (permanentă) de (auto)finanțare a dezvoltării economice. De asemenea acest tablou ține cont de separarea activităților întreprinderii în: activități de exploatare, activități financiare și activități excepționale¹¹³.

Structura acestui tablou de finanțare se prezintă schematic astfel (fig. nr.18)

| Indicatori | Anul 1 | Anul 2 | Anul 3 |
|-------------------------------|--------|--------|--------|
| Cifra de afaceri | | | |
| <u>-Consumuri de la terți</u> | | | |
| = Valoarea adăugată | | | |

¹¹³ de Murard G. - Le tableau pluriannuel des flux financiers, Revue française de gestion, Janvier -Fvrier, 1977, p. 78-86

| |
|--|
| - Impozite și taxe |
| - salarii și cheltuieli sociale |
| = Excedent brut al exploatării |
| ± Δ nevoia în fond de rulement |
| -investiții interne |
| = Soldul activității de exploatare (sold E) |
| ± datorii |
| - cheltuieli financiare |
| - impozitul pe profit |
| - participarea salariaților la profit |
| - dividende plătite |
| = Sold financiar (sold F) |
| <u>Sold de gestiune = Sold E + Sold F</u> |
| + Venituri din cesiuni de active imobilizate |
| + Creșteri de capital |
| ± alte rezultate excepționale |
| -Investiții externe |
| = <u>Variația trezoreriei nete</u> |

Fig. 18. Schema tabloului plurianual al fluxurilor financiare

Conform acestei concepții eficientizarea procesului de utilizare a capitalului se realizează dacă managerii au ca obiectiv o creștere economică adică realizarea unui sold pozitiv la activitatea de exploatare (Sold E), pentru realizarea căruia trebuie să se investească întregul profit, situație care asigură un sold financiar (Sold F) pozitiv.

Tabloul fluxurilor are ca principiu de elaborare teoria lui Miller și Modigliani, conform căreia valoarea unei întreprinderi crește proporțional

cu rata îndatorării, ca urmare a efectului de levier. Autorii acestui tablou, economiștii francezi Poncet și Portait (1978), Levasseur (1979) și Charreaux (1984) separă fluxurile reale, legate de operațiile de investiții interne și de exploatare, de fluxurile financiare legate de furnizorii de capitaluri, pentru a pune în valoare condițiile de creștere a valorii întreprinderii (fig. 19).

Eficientizarea procesului de utilizare a fondurilor (capitalurilor) se înfăptuiește, în optica autorilor, dacă sunt asigurate următoarele egalități¹¹⁴:

utilizări = resurse

fluxuri reale = fluxuri financiare

Egalitatea fluxurilor mai poate fi scrisă în mod sintetic sub următoarea formă:

$R + E = A + C$, în care:

R (rezultatul net al fluxurilor reale) = Excedentul brut al exploatării
- Investiții totale - Impozite globale

E (economii fiscale) = Dobânzi \times Rata impozitului pe profit

A (flux disponibil pentru acționari) = Cheltuieli financiare (dividende și dobânzi platite) – Creșteri de capital
 C (flux net disponibil pentru creditorii) = Cheltuieli financiare – Variațiile îndatorării (împrumuturi noi - rambursări)

În concluzie eficiența utilizării capitalurilor este asigurată dacă rezultatul net al fluxurilor reale și economiile fiscale furnizează fluxuri nete disponibile pentru acționari și creditorii.

¹¹⁴ Pariente S.- Analyse et mathematiques financiers, Vuibert, Paris, 1991, pp. 48-49

| | Utilizări | Resurse |
|---------------------------|---|---|
| Fluxuri reale | Investiții totale (active imobilizate + nevoia în fond de rulment + trezoreria) | Excedentul brut al exploatării |
| Fluxuri financiare | Dividende cheltuieli financiare | Economii fiscale = dobânzi x rata de impozitare Creșterea capitalului Împrumuturi noi - rambursări |

Fig. 19 Structura simplificată a tabloului fluxurilor.

Tabloul trezoreriei este un instrument folosit în analiza financiară, construit de Ordinul Experților Contabili din Franța în 1989. Trezoreria este considerată ca principal senzor al eficienței utilizării capitalurilor întreprinderii. Soldul trezoreriei este rezultat din gestiunea activelor reale (din activitatea de exploatare), din operațiunile de investiții, precum și cele de finanțare. Când fluxurile reale și cele financiare nu coincid, trezoreria se asigură prin decalaje de plăți asociate acestor fluxuri. Fluxurile trezoreriei privesc trei funcții: de exploatare, de investiții și de finanțare (Fig. 20).

+ Încasări din vânzări

- Plăți pentru furnizori și salariați

+ Încasări financiare

- Plăți financiare

- Plăți privind impozite

| |
|--|
| = Flux de trezorerie degajat de activitatea curentă |
| + Încasări din cesiunea de active |
| - Plăți pentru investiții |
| = Flux de trezorerie rezultat din activitatea de investiții |
| + Creșterea soldurilor creditoare ale conturilor curente |
| - Plăți din cadrul operațiunilor de leasing |
| + Încasări din creșteri de capital |
| - Plăți privind dividendele |
| = Flux de trezorerie rezultat din activitatea de finanțare |
| Σ Variației trezoreriei nete |

Fig 20. Schema tabloului trezoreriei nete

Meritul tabloului trezoreriei constă în explicarea contribuției operațiunilor de gestiune curentă acelor de capital și acelor de finanțare la variația trezoreriei. Reconstituirea fluxurilor de trezorerie după natura operațiunilor, permite obținerea unei aprecieri cantitative asupra eventualelor dificultăți de trezorerie, respectiv posibilitatea depistării originii acestora.

În literatura de specialitate din țara noastră sunt realizate o serie de progrese în ceea ce privește construirea unor instrumente de analiza financiară cu ajutorul cărora să se fundamenteze deciziile care privesc utilizarea fondurilor (capitalurilor) întreprinderii în condiții de eficiență, în acest sens evidențiem tabloul trezoreriei instrument util în gestiunea fondurilor (capitalurilor) întreprinderii.

Un model de analiză al eficienței utilizării fondurilor (capitalurilor) întreprinderii este propus de profesorul M. Ternisien¹¹⁵. Analiza financiară propusă pornește de la fluxuri și se efectuează în mai multe etape:

- a) studierea formării valorii adăugate și calculul creșterii;
- b) repartizarea valorii adăugate între cei doi factorii de producție, muncă și capitalul;
- c) studierea modului de finanțare a investițiilor;
- d) studierea structurii financiare și a posibilității de utilizare a finanțării externe.

a) În prima etapă se studiază cu deosebire două obiective: evoluția încasărilor și a producției vândute și crearea valorii adăugate propriu-zise. Din evoluția raportului dintre valoarea adăugată și producția fabricată se fac o serie de aprecieri cu privire la folosirea fondurilor(capitalurilor). În acest sens, se poate urmări dacă se asigură o progresie corespunzătoare a prețurilor de vânzare față de creșterile înregistrate la cumpărările necesare producției, dacă este o evoluție corespunzătoare a stocurilor de produse finite față de cifra de afaceri, dacă structura producției, modificată față de perioada precedentă, implică cheltuieli mai mari cu noile produse fabricate. Urmare a acestor obiective se pot formula concluzii asupra strategiilor alese, dacă ele sunt suficient susținute prin surse proprii, și dacă evoluția cheltuielilor arată că ele sunt "stăpânite" (mai ales cele generale).

Determinarea creșterii reale a valorii adăugate, care măsoară cel mai bine creșterea economică, se poate realiza eliminându-se efectul deformat al prețurilor. Pentru aceasta se pot lua prețurile dintr-o perioadă de

¹¹⁵Ternisien M. - Comprendre l'entreprise par les flux, Les Villquerin édition, Paris, 1988, p.21

referință, fapt posibil dacă întreprinderea nu are prea multe activități și nu și-a reînnoit structura foarte des.

Creșterea rezultată din eliminarea elementelor deformatoare ale prețurilor se numește creștere reală și este cea care exprimă rezultatul corect al eforturilor proprii ale întreprinderii.

b) Valoarea adăugată remunerează ansamblul costurilor de personal: salariile, impozitul și contribuțiile sociale aferente acestora. Soldul rămas reprezintă remunerarea capitalurilor investite. Repartizarea valorii adăugate între muncă și capital trebuie să marcheze în timp o anumită stabilitate. În acest sens, un anumit paralelism trebuie să existe între creșterea valorii adăugate pe salariat și costurile salariale. Orice dereglare produce grave dezechilibre pentru întreprindere.

c) În continuare se analizează dacă excedentul degajat de către întreprindere îi permite sau nu să-și finanțeze investițiile. Excedentul brut al exploatării, ca resursa de remunerare a capitalului arată capacitatea de creștere autonomă a întreprinderii. În acest sens, indicatorul creat prin raportarea excedentului de exploatare la valoarea adăugată, numit și "rata marjei industriale" este foarte sensibil la performanțele privind utilizarea capitalurilor firmei.

În mod logic, excedentul trebuie să evolueze în aceeași direcție cu cea a creșterii reale a valorii adăugate. Din această resursă se finanțează investițiile materiale și imateriale ale întreprinderii, iar dacă excedentul se diminuează de la an la an, atunci și ambițiile investiționale ale acesteia trebuie să se limiteze, iar capitalul economic este condamnat la îmbătrânire.

Pentru a oferi un diagnostic asupra gestiunii investițiilor, analiza dinamică folosește noțiunile de fluxuri normate și fluxuri observate. Fluxurile normate oferă o imagine simplificată asupra realității. Ele se

calculează pe baza fluxurilor observate în întreprindere într-o perioadă de 3-5 ani. Analiza plurianuala este o analiză normativă care se caracterizează printr-un "dialog permanent" între realitatea observată și normele calculate.

Analiza plurianuală este aplicată în cazul firmelor mari și mijlocii, mai puțin, în cazul celor de dimensiuni mici, aceasta datorită caracterului regulat al fluxurilor, caracteristic primelor. Principiul de calcul care stă la baza tabloului plurianual de fluxuri normate privește asigurarea legăturii între trei elemente:

- masa capitalului, calculată ca medie pe perioada studiată;
- rata creșterii reale a valorii adăugate;
- rata medie a inflației.

Tabloul fluxurilor financiare normate se prezintă după modelul de mai jos (fig. 21), unde abrevierile au următoarele semnificații: EBE - excedentul brut al exploatării, ETE - excedentul de trezorerie al exploatării, DAFIC - disponibil după finanțarea internă a creșterii).

| Fluxuri medii observate | Fluxuri normate | Diagnostic |
|--|---|---|
| EBE | EBE | Dacă $St_n \geq St$, |
| Δ Stocuri de materii prime (St) | Δ Stocuri normate de materii prime (St_n) | întreprinderea poate să-și sporească stocurile (și invers) |
| Stocuri de producție neterminată (P_n) | Stocuri normate de producție neterminată (P_{nn}) | Dacă $P_{nn} \geq P_n$, întreprinderea poate să crească decalajele de piață (și invers) |
| = ETE - Investiții | = ETE normată - Investiții normate | Dacă $In \geq I$, întreprinderea este subinvestită (și invers) |
| = DAFIC observat | = DAFIC normat | |

Fig. 21 Tabloul fluxurilor financiare normate

Indicatorii normați se determină cu ajutorul relațiilor de calcul:

$$S_{tn} = S_t * (c+j),$$

$$P_{nn}=P_n*(c+j),$$

$$I_n=I_h*\left[\frac{c}{1-(1+c)^{-n}}\right], \text{ unde:}$$

c - este rata de creștere reală;

j - este rata inflației;

I_h - este coeficientul de reevaluare.

Compararea între fluxurile medii observate și cele normate are drept obiectiv să diagnosticheze dacă întreprinderea are puterea sau nu să degajeze o rată a marjei industriale suficientă să acopere ansamblul investițiilor ținând cont și de acumularea anterioară de capital.

d) Etapa finală a analizei în viziune dinamică a utilizării capitalurilor firmei o constituie dimensionarea investițiilor precum și a modului de finanțare a acestora. În acest sens se utilizează trei elemente fundamentale:

- intensitatea capitalului măsurată prin raportul, imobilizării de exploatare și valoarea adăugată;
- rata de investire, măsurată cu ajutorul raportului investiții/valoare adăugată;
- rata marjei industriale, măsurată prin raportul excedentul brut al exploatării/valoarea adăugată.

Intensitatea capitalului sau coeficientului este necesar a se determina deoarece imobilizările unei întreprinderi sunt în cele mai dese situații subevaluate, aceasta datorită evidențierii lor în bilanț la costul istoric. Trebuie să se facă deci, reevaluarea lor, ținându-se cont de progresia inflației asupra duratei de viață a fiecărei imobilizări în parte, deoarece coeficientul capitalului trebuie să aibă valori constante în condițiile unui numărător corect determinat. În vederea alegerii mărimii investițiilor, se au în vedere o serie de elemente, între care creșterea reală în ultimii 3-5 ani și evoluția mărimii capitalului economic deja acumulat.

5.2. Analiza prin metoda ratelor și impactul asupra gestionării eficiente a capitalurilor firmei

Realizarea obiectivului general al managementului financiar de maximizare a valorii firmei înseamnă, în principal, creșterea patrimoniului net al acesteia, care printr-o exploatare rațională să conducă la sporirea profitului.

Crearea și sporirea patrimoniului presupun procesul de utilizare eficientă a capitalurilor în activitatea întreprinderii.

Procesul financiar care se desfășoară în cadrul gestiunii capitalului se caracterizează prin manifestarea:

- unui ansamblu de activități umane ce trebuie organizate și desfășurate la nivelul oricărei întreprinderi cu un scop bine determinat: mobilizarea oportună, alocarea rațională și utilizarea eficientă a fondurilor necesare funcționării normale a acesteia;
- a transformărilor de ordin cantitativ și calitativ ce privesc structura și volumul capitalurilor mobilizate și alocate într-o perioadă de timp determinate, pentru a fi în consens cu obiectivul general al activității întreprinderii și criteriile de eficiență;
- unor metode, procedee, tehnici și instrumente prin care diverși factori endogeni și exogeni, financiari și nefinanciari se implică în conceperea și înfăptuirea acestui proces;
- intercondiționării acestui proces cu restul proceselor economice analitice care au loc la nivelul întreprinderii.

Derularea normală a procesului financiar nu poate avea loc în afara unei strategii globale de piață elaborate anterior în baza unei analize redate grafic în fig.22.

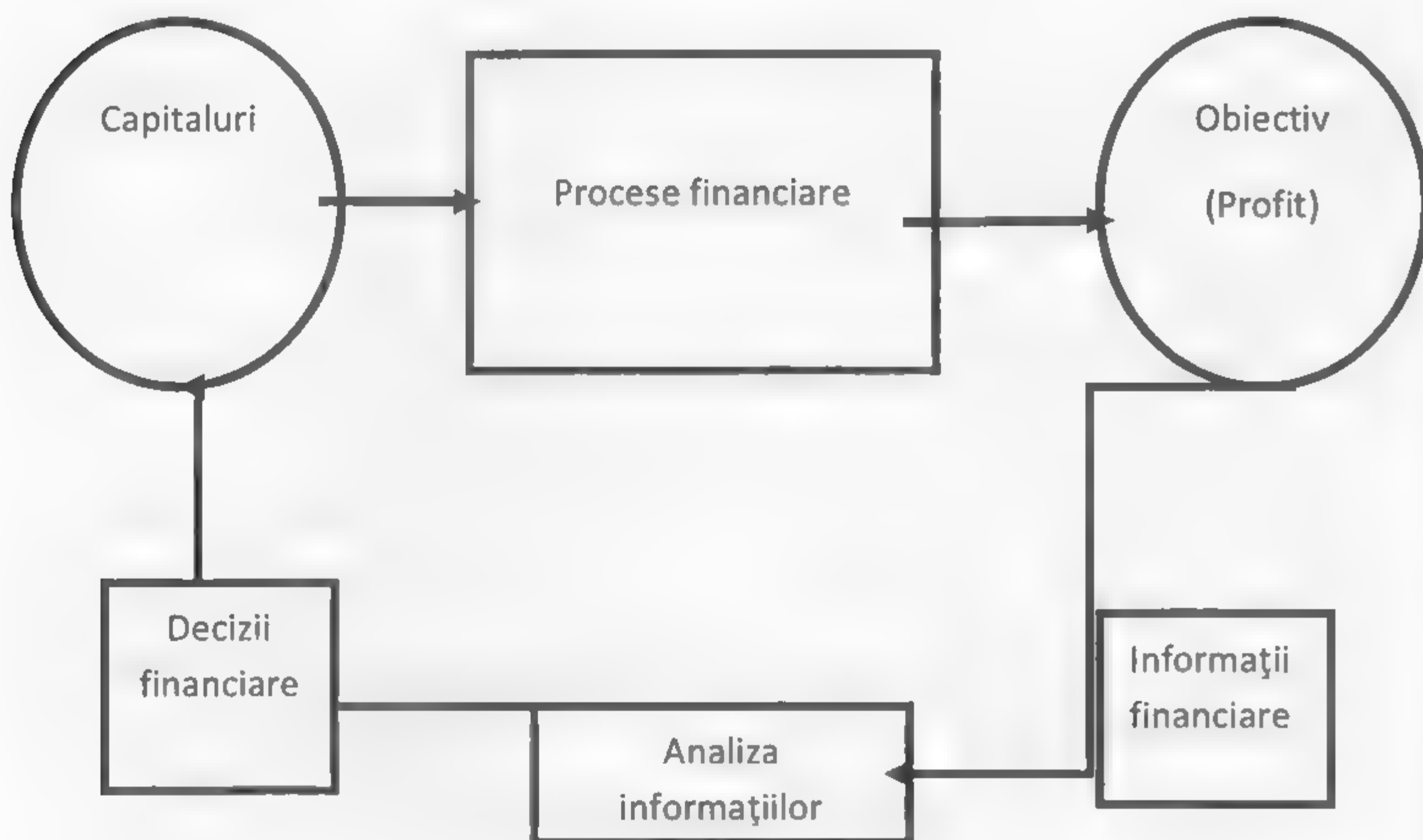


Fig. 22. Rolul analizei în desfășurarea procesului financiar din întreprindere

Înfăptuirea strategiei adoptate presupune, însă, exercitarea din partea managerului a atributului de analiză prin care se evaluează stadiul atins în realizarea obiectivelor formulate. Acest aspect se extinde în mod necesar în privința gestionării capitalului și a obținerii rezultatelor previzionate (cifra de afaceri, costuri, profit, etc.).

Analiza financiară, ca modalitate de descoperire a rezervelor privind creșterea eficienței folosirii fondurilor (capitalurilor) întreprinderii nu este niciodată neutră. Ea utilizează criterii adaptate punctelor de vedere ale celor aflați în mediul economic și financiar al întreprinderii.

Efectuarea analizei financiare este influențată în mod evident de teoriile economice. Așa de pildă, teoria "efectelor externe", (curent deja vechi), susține că performanța reală a unei întreprinderi nu poate fi apreciată fără a ține cont de impactul deciziilor acesteia asupra mediului său, iar costurile interne nu constituie decât un element al unei mase de costuri antrenate de gestiunea întreprinderii. În acest sens trebuie să se țină seama de costurile "externe" pentru a măsura adevăratele performanțe.

Un alt curent din analiza financiară este cel care se sprijină pe teoria "evaluării" marjelor de performanță. Conform acestei teorii, marjele performanțelor sunt influențate de raporturile de forță dintre întreprinderi, acestea putând determina, în cazuri de dezechilibru, îndepărtarea nivelului prețului de valoare, fenomen cunoscut sub denumirea de volatilitatea prețului. În acest sens, în funcție de forța sau slăbiciunea întreprinderii prețul de vânzare al produselor poate fi majorat sau diminuat, favorizând astfel un transfer de bogăție între concurenți¹¹⁶.

Cunoașterea marjelor de performanță poate asigura corectarea rezultatelor întreprinderii față de această situație. În același timp însă, analiza realizată cu ajutorul acestor corecții poate explica originile performanțelor.

Conceptele prezentate au efecte în planul practic al analizei financiare prin aceea că rentabilitatea unei investiții, de exemplu, nu se poate determina decât ținând cont de efectele induse asupra tuturor întreprinderilor din spațiul economic considerat. În acest fel, întreprinderea reprezintă o componentă a colectivității, slăbiciunile ei transmițându-se în întregul mediu economic și financiar.

¹¹⁶Richard J. - L'audit des performances de l'entreprise, La Villquérin édition, Paris, 1989, p.27

Teoria "efectelor", conform căreia analiza financiară trebuie să aprecieze performanțele întreprinderii în funcție de participanții la activitatea acesteia, a fost fundamentată încă din anii '70. Analiza folosirii capitalurilor întreprinderii trebuie să aibă deci în vedere, atât interesele acționarilor, cât și cele ale bancherilor.

Procesul financiar deși are un obiectiv propriu - gestionarea eficientă a capitalului - se subordonează funcției obiectiv a întreprinderii.

În concepția modernă cu privire la managementul financiar, punctul de vedere cel mai răspândit, este acela că exercitarea acestuia constă în luarea decizilor privind fluxurile bănești ce caracterizează activitatea întreprinderii. Accentul este pus în mod deosebit pe folosirea ei ceea ce face necesară sublinierea aspectului decizional al exercitării sale. Informațiile obținute și vehiculate în legătură cu exercitarea managementului financiar al întreprinderii îmbracă forma indicatorilor. Aceștia devin un instrument de lucru indispensabil activității financiare și implicit derulării actului decizional microeconomic. De aceea în proiectarea și derularea procesului financiar microeconomic un accent aparte se pune tocmai pe sistemul de indicatori, construit și folosit în acest scop, precum și pe modalitățile concrete de utilizare a acestora, vizându-se îndeosebi controlul acestui proces.

Nivelurile indicatorilor, fie ele proiectate, fie realizate, devin din punctul de vedere al practicii manageriale parametrii în cadrul cărora se derulează procesul financiar, adică parametrii tehnologiei financiare adoptată și aplicată de întreprinderi, în baza căreia ea realizează transpunerea efectului utilizării capitalului în profit. De aici și necesitatea unor indicatori selectivi, specifici domeniului și pentru corelațiile posibile ce se stabilesc între aceștia, cu ajutorul cărora managerul financiar poate să

controleze și să influențeze o evoluție conformă a procesului financiar și prin care să contribuie la o dezvoltare ascendentă, de ansamblu, a întreprinderii. În consens cu aceasta, decurge și necesitatea perfecționării continue a tehnicilor de folosire a indicatorilor economico-financiari în procesul decizional.

Nu putem însă să nu relevăm dificultățile pe care le reclamă un astfel de demers, dacă ne raportăm la momentul reformei economiei românești privind tranziția acesteia spre economia de piață. În mod deosebit ele apar atunci când modelele ce trebuie descrise sunt ilustrate cu date din activitatea practică a întreprinderilor.

Reorganizarea întreprinderilor se află în aceste momente la început, motiv pentru care nu dispunem de serii de date concludente pentru a desprinde concluzii pe baza unui set de indicatori specifici gestionării întreprinderii în condițiile economiei de piață. Mai mult, piața funcționează în prezent în mod defectuos întrucât mecanismele sale specifice - raportul cerere - ofertă, prețul de echilibru, concurența - nu sunt suficient de mature, motiv pentru care "semnalele" ne sunt deformate. Pe de altă parte, informațiile privind unii indicatori și corelațiile lor aferente perioadelor precedente, chiar dacă ne referim numai la execuție, poartă încă urmele mecanismelor specifice economiei centralizate.

Grija pentru realitatea informației manageriale este necesar să se manifeste, atât în etapa culegerii acesteia, cât și în etapa prelucrării, analizei și diagnozei, atât în programare, cât și în execuție. Această grijă se bazează pe analiza critică a datelor, a fiecărei informații în parte, cât și a ansamblului de informații conturat cu un anumit scop, ținând seama de sursă, de drumul parcurs, de vechimea ei, de interesele ce domină preocupările celui ce furnizează informația, de gradul de perimare în timp și spațiu a acesteia etc.

Numai în acest fel se poate asigura compatibilitatea necesară dintre funcția de reflectare-cunoaștere, pe de o parte, și funcția de orientare-coordonare, pe de altă parte, funcții atribuite sistemului de indicatori.

Sunt numeroase opiniile ce susțin ideea folosirii unui singur indicator sintetic, calitativ, pentru aprecierea cantitativă a unui fenomen sau process, deoarece, adesea, un sistem complex de indicatori conține în mod inevitabil și contradicții. Astfel de păreri își găsesc explicația în experiențele negative trăite în legătură cu necorelările din cadrul sistemului de indicatori, cu contradicțiile de conținut care se manifestă între indicatorii acestuia. Cel mai des este susținut indicatorul rentabilității, considerat a fi indicatorul sintetic calitativ cel mai adecvat acestui scop. Superioritatea indicatorului rentabilitate față de alți indicatori constă în caracterul sintetic deoarece maximizarea profitului implică nu numai minimizarea costurilor, dar și maximizarea acelei producții pentru care există cerere.

Aceste reflecții au în vedere condițiile ideale care decurg din teoria echilibrului economic general, din stabilitatea generală a prețurilor și funcționarea satisfacatoare a concurenței ca forță dinamizatoare a progresului. În realitatea economică contemporană astfel de condiții sunt din ce în ce mai rar întâlnite: prețurile cunosc tendințe de creștere inflaționistă, iar promovarea obiectivelor strategice de către agenții economici întreprinzători suferă din cauza unor mecanisme reale care să le susțină. De aceea se consideră că din instrumente separate ale dezvoltării intensive, indicatorii de rentabilitate generează nu de puține ori fenomene de acaparare a pieței și saturarea acesteia cu produse uneori depășite moral, precum și fenomene de stagnare a dezvoltării economice.

Profitul este absolut necesar pentru a asigura capitalul, iar cu ajutorul lui dezvoltarea întreprinderii, însă nu mai este considerat obiectiv

central. Pentru întreprinderea modernă esențial este creșterea valorii ei de piață. În contextul managementului modern care acordă o mare importanță relațiilor umane din întreprindere, profitul este privit doar ca stimulent pentru a produce mai departe și ca reper de măsurare a rentabilității. Asta nu înseamnă o minimalizare a rolului și importanței profitului, el rămânând un pilon de bază în desfășurarea managementului, deoarece înglobează sinteza conlucrării diferiților factori de producție, a căror comportament trebuie reglat în scopul de a se atinge obiectivele de eficiență propusă.

În desfășurarea managementului financiar, se acceptă ideea că în procesul evaluării performanțelor întreprinderii, indicatori cum sunt cei de profit, costuri, de calitate a produselor și de eficiență tehnologică, să fie completați cu indicatori care să măsoare calitativ și compatibilitatea obiectivelor întreprinderii cu dezideratele salariaților săi, precum și caracterul procesului de decizie, gradul de adecvare a procesului de comunicare.

De aceea se susține că în practica conducerii, li se asociază indicatorilor sau indicatorului fundamental, un sistem de indicatori cu caracter de normă într-o expresie complexă, cu ajutorul căruia managerul poate cunoaște și urmări evoluția variabilelor de sistem, poate regla activitățile, în scopul atingerii obiectivului urmărit și reflectat prin nivelul indicatorului fundamental, fie el cel al rentabilității. Rămâne, ca o constantă faptul că ridicarea nivelului științific al conducerii impune în mod necesar continua perfecționare a activității de prognoză și programare, ceea ce în mod logic duce la deplasarea calculelor de eficiență în poziție ante față de derularea nemijlocită a activităților productive și de comercializare. De aici accentul pus în mod inevitabil pe conducerea normativă a sistemelor economice active.

Pe de altă parte asistăm la o creștere a importanței laturilor calitative ale procesului economic, de unde importanța acordată creșterii nivelului eficienței economice și financiare. În aceasta rezidă fenomenul sporirii rolului și importanței indicatorilor valorici de sinteză în actul conducerii, precum și necesitatea utilizării de modele care să impulsioneze creșterea eficienței.

În ce privește problematica construirii indicatorilor, trebuie să spunem că deși datorită multitudinii de aspecte, mai mult sau mai puțin detaliate, pe care le reclamă, ne rezumăm la a arăta locul și rolul fiecărui tip de indicator și odata cu aceasta de a structura acea categorie de indicatori care au o mare importanță atât în procesul analizei financiare, cât și în cel al fundamentării deciziilor ce țin de definirea comportamentului financiar al agenților economici.

În contextul economiei de piață asistăm la deplasări structurale de anvergură în privința finanțelor și creditului, atenția fiind polarizată în mod deosebit de finanțele microeconomice, de gestiunea financiară a firmelor. În analiza și controlul activității, prin mijloace exclusiv financiare, se apreciază că esențial este de a se lua în considerare trei mari dimensiuni:

- profitabilitatea (rentabilitatea),
- modul de gestionare al activelor,
- modul de finanțare al activelor.

Acestora li se adaugă o a patra dimensiune menită a pune în evidență capacitatea întreprinderii de a-și onora obligațiile pe termen lung și cele pe termen scurt față de creditorii săi, fiind în același timp și expresia modului de îndeplinire a echilibrului financiar.

În ce privește modul de constituire a indicatorilor în cauză, părerile converg unanim spre utilizarea ratelor (coeficienților) lucru acceptat atât de

teoria, cât și practica financiară. Aceasta, cu toate că se recunoaște că nu este singura modalitate de a analiza situația financiară a întreprinderii.

Ratele sunt extrem de folositoare atunci când se apreciază situația întreprinderii la un moment dat, precum și atunci când se construiesc trendurile reale și cele potențiale (previzionate). Deci metoda este recomandată să se folosească când analistul nu intră în detaliu și în consecință, nu este obligat să recurgă, în analiza sa, la o informație extrem de diversificată și amănunțită ci dimpotrivă, el se rezuma să ia în considerare numai indicatori selectivi și cu o mare putere de sintetizare și de generalizare a fenomenului financiar. Apar diferite păreri în privința modului de structurare a indicatorilor. Unii autori susțin utilitatea structurării acestor rate în șase tipuri fundamentale și anume:

- rate ale lichidității, menite să măsoare capacitatea firmei de a-și onora la timp obligațiile bănești pe termen scurt față de creditorii săi;
- rate ale capacității de finanțare, cu ajutorul cărora se măsoară proporția în care întreprinderea se finanțează pe seama fondurilor (capitalurilor) proprii și respectiv a datoriilor contractate;
- rate ale gestionării activelor, cu ajutorul cărora se relevă modul în care firma își folosește efectiv capitalul;
- rate ale rentabilității, ce măsoară rezultatul global al managementului din perioada de gestiune, precum și gradul de profitabilitate generat de vânzările făcute;
- rate ale creșterii, menite să pună în evidență abilitatea firmei de a-și menține poziția ei economică în contextul creșterii economice pe ansamblul economiei și respectiv în cel al sectorului său specific de activitate;
- rate ale valorii întreprinderii care reprezintă instrumente utile

pentru măsurarea performanțelor managementului întreprinderii. Ele evaluează riscul la care se expune întreprinderea precum și capacitatea ei de a obține profit. Aceste rate au o mare importanță în practica managementului financiar, deoarece de la nivelul înregistrat al acestora se pleacă atunci când se acționează pentru a maximiza valoarea de piață a firmei și implicit a mări bunăstarea acționarilor săi.

În concepția altor autori setul de indicatori sub formă de rate este structurat numai pe patru tipuri de bază și anume:

- rate ale lichidității construite pe două niveluri: ale lichidității generale și lichidității imediate,
- rate ale gestionării activelor,
- rate ale capacității de finanțare și
- rate ale rentabilității.

În cadrul fiecărui tip de rate se recurge la construirea mai multor indicatori selectivi care servesc îndeplinirii analizei financiare, atât în interiorul firmei, cât mai ales din afara ei.

În managementul financiar american se acordă prioritate lichidității întreprinderii, respectiv capacității sale de a onora obligațiile pe termen scurt, ca expresie concentrată a modului în care se îndeplinește echilibrul financiar, precum și a modului de gestionare a activelor circulante, ca factor cauzal al gradului de lichiditate. Acest aspect însă nu exclude și nu diminuează importanța celorlalte rate, respectiv ale capacității de finanțare sau ale pârghiei financiare, cum sunt denumite în alte lucrări, precum și ale profitabilității¹¹⁷.

În managementul francez sistemul de indicatori se structurează în trei

¹¹⁷Stancu I. - Op.cit., p.274-289

mari categorii¹¹⁸:

- indicatori ai situației financiare cuprinzând: a) rate ale structurii activelor și pasivelor; b) rate ale finanțării; c) rate ale trezoreriei;
- rate ale gestionării capitalului, unde sunt incluse: a) rate ale rotației capitalului total, precum și ale componentelor sale (plasamente în activ) respectiv valorii de exploatare (stocuri), valorile realizabile (clienți și efecte comerciale primite); b) rate ale rotației datoriei față de furnizori; c) rate ale rotației fondului de rulment;
- rate ale rentabilității, unde apar incluse: a) rate ale rentabilității capitalului total și ale capitalului propriu; b) marje ale profitului brut și net în totalul cifrei de afaceri; c) rate de rentabilitate ale titlului (acțiunilor); d) rata de capitalizare bursieră, precum și e) rata acoperirii dividendelor (profit net/dividende). Autorii francezi delimitează ratele în tipuri de bază și alte rate deși numărul și felul ratelor ce se includ în cadrul fiecărui tip, diferă destul de consistent, de la un autor la altul.

Pentru situația actuală și de perspectivă a firmelor românești găsirea unei soluții potrivite privind natura și gruparea ratelor este o problemă destul de dificilă. Aceasta luând în considerare atât aspectul corespondenței în substanță a unor noțiuni folosite frecvent în managementul financiar al firmelor straine cât și sub aspectul felului și numărului de indicatori ce ar putea fi incluși în cadrul fiecărui tip în parte.

Problema are dificultățile ei și datorită faptului că până în prezent, intervențiile în literatura de specialitate pe un astfel de subiect pot fi caracterizate ca insuficiente, iar în practica financiară din țara noastră

¹¹⁸Lavaud R., Albaut J. – Rations et gestion de l'entreprise, Dunod, Paris, 1989, p. 158

încercările nu validează decât cu timiditate folosirea unui asemenea gen de indicatori.

Considerăm că trebuie plecat de la faptul că un indicator financiar, tip rată, este necesar să reprezinte cea mai simplă, dar în același timp, cea mai concentrată expresie prin care se definește conexiunea a două mărimi de calcul ce țin de sfera activității financiare a întreprinderii.

În construcția acestuia, esențialul îl constituie căutarea acelor corelații dintre mărimile de calcul care, prin natura lor, sunt obiective și logice, în calitatea lor de instrumente practice de lucru, un astfel de indicator, servește atât analizei, cât și programării activităților ce urmează să se desfășoare, având deci, un rol deosebit în înfăptuirea actului decizional microeconomic. De aceea se apreciază că logica construcției lor prezintă o importanță aparte, deoarece un astfel de indicator se recomandă a fi extrem de simplu, ușor de folosit iar interpretarea informației pe care o oferă trebuie să fie indiscutabilă.

Metoda ratelor oferă o manevrabilitate deosebită în analiza financiară și permite managerilor pilotarea și controlul gestiunii capitalurilor întreprinderii. Potrivit acestei metode indicatorul apare ca un raport în două mărimi, ce poate fi exprimat sub formă de coeficient, fie sub formă procentuală (rata). "O rată este un raport expresiv între două date ale situației ale potențialului, ale activității sau ale randamentului întreprinderii"¹¹⁹.

Acest raport pornește de la mărimi semnificative și permite obținerea unei noi informații pentru utilizator. De aici și importanța felului în care se aleg aceste mărimi. Nu este suficient să se raporteze două cifre între ele pentru a obține o informație interesantă, ci este absolut necesar ca

¹¹⁹LavaudR., Albout J. – Op.cit., p.1

între ele, între numărător și numitor, să existe o legătură logică, plină de semnificații atât pentru analist cât și pentru decident. Datele pentru construcția indicatorilor se obțin din documente contabile, contul profit și pierdere și din alte evidențe cu caracter operativ sau statistic.

Pornind de la aprecierea critică a surselor bibliografice și luând în considerare prezentul și perspectiva firmelor românești, considerăm că în structura indicatorilor cu caracter selectiv de apreciere a eficienței utilizării capitalurilor întreprinderii, trebuie să se găsească patru grupe:

1. indicatori ai situației financiare a întreprinderii;
2. indicatori ai gestiunii surselor de constituire a capitalurilor;
3. indicatori ai randamentului financiar și ai rentabilității;
4. indicatori ai valorii de piață a întreprinderii.

1) **Indicatorii situației financiare** a firmei sunt mențiți să caracterizeze global, la un moment dat starea, sub aspect financiar, a întreprinderii. În această grupă s-ar putea încadra următoarele tipuri de indicatori:

- indicatori de structuri a activelor și respectiv pasivelor întreprinderii,
- indicatori ai capacității de finanțare,
- indicatori ai trezoreriei firmei.

Indicatorii de structură a activelor și pasivelor sunt utilizați pentru a caracteriza structura economică și structura financiară a întreprinderii. Indicatorii de structură ai activelor servesc pentru a reflecta ponderea diferitelor tipuri de active în totalul capitalului firmei. Cu ajutorul lor se apreciază structura economică a firmei, compoziția capitalului sau după destinația dată plasamentelor. Odată cu aceasta, se pun în evidență și diferitele grade de lichiditate pe care le prezintă activele întreprinderii,

respective - plasamentele sale de capital. În activitatea economică se manifestă o sumă de riscuri suportate de administratori și creditori. Toți aceștia au o singură garanție - activele întreprinderii.

Structura lor este în măsură să releve modul în care se antrenează riscul fiecăruia din cei interesați. Mai mult decât atât, comparând pe mai mulți ani nivelul ratelor de structură a activelor, se poate obține imaginea modului în care variază compoziția economică a capitalului pe durata unui ciclu de înnoire (între două mari investiții). În acest fel avem posibilitatea de a aprecia timpul de reacție la întreprinderi la inovație, la progres, la creșterea economică și odată cu aceasta consistența materială a sănătății sale financiare.

Indicatorii de structura a pasivelor presupun luarea în considerare a ponderii fiecărui tip de resursă în totalul capitalului. Aceștia servesc la aprecierea structurii financiare a firmei, la stabilirea compoziției capitalului prin prisma surselor de constituire a acestuia. Calculele se fac numai după afectarea rezultatelor pe destinațiile dorite, deoarece se evită o serie de erori, ca de exemplu suma dividendelor de repartizat sporește soldul datoriilor pe termen scurt, așa cum profitul destinat constituirii diferitelor rezerve conduce la creșterea ponderii capitalului propriu.

Studiul ratelor de structură permite obținerea de informații privitoare la modul de asigurare a echilibrului financiar al întreprinderii, aceasta îndeosebi când se evaluează și se pun față în față diferite tipuri de plasamente cu sursele de constituire a lor. Structura financiară a întreprinderii poate fi studiată cu ajutorul câtorva indicatori selectivi specifici:

- coeficientul capitalului propriu (C_{sc}) fie prin raportul:

$$C_{sc} = \frac{\text{Capital propriu}}{\text{Capital permanent}}$$

fie, prin raportul:

$$C_{sc} = \frac{\text{Capital propriu}}{\text{Datorii pe termen mediu și lung}}$$

Indicatorul pune în evidență proporțiile dintre fondurile avansate în circuitul economic și fondul împrumutat pe termen mediu și lung. De asemenea relevă faptul dacă întreprinderea și-a epuizat sau nu capacitate de a împrumuta, accesul la noi fonduri pe termen mediu și lung. Nivelul coeficientului trebuie să fie, în primul caz, mai mare de 0,5 și supraunitar, în al doilea caz. În situațiile în care el se apropie de aceste limite, aceasta indică faptul că întreprinderea nu mai poate spera în contractarea de noi împrumuturi pe termen mediu și lung, întrucât creditorii săi, împrumutând-o în continuare, se expun unui risc suplimentar. Pe de altă parte, acționarii își pun problema pierderii controlului firmei, deoarece aceasta poate trece în mâinile creditorilor,

- gradul de îndatorare pe termen lung (d_{tl}), stabilit potrivit relației:

$$d_{tl} = \frac{\text{Datorii pe termen mediu și lung}}{\text{Capital permanent}}$$

Acest indicator este opusul coeficientului capitalului propriu, fiind considerat unul din indicatorii selectivi prin care se caracterizează, atât fenomenul îndatorării întreprinderii, cât și modul de înfăptuire a echilibrului său financiar pe termen lung. El permite să se verifice dacă întreprinderea își epuizează sau nu capacitatea teoretică de îndatorare,

- gradul autonomiei financiare (a_f), determinat potrivit relației de calcul:

$$a_f = \frac{\text{Capital propriu}}{\text{Capitalul împrumutat}}$$

(total datorii pe termen scurt, mediu și lung)

Indicatorul mai este denumit uneori, rata îndatorării totale, rata

finanțării și adesea la modul general rata solvabilității.¹²⁰ El este menit să reflecte potențialul de finanțare a nevoilor firmei pe seama surselor de capital și odată cu aceasta, expunerea la risc, dar și gradul de autonomie a întreprinderii față de creditorii săi.

Indicatorii capacității de finanțare caracterizează capacitatea întreprinderii de a acoperi, în diferite grade, pe seama diferitelor surse de finanțare, folosințele, adică activele pe care le gestionează. Prin utilizarelor se pune în evidență modul în care se aplică principiile fundamentale ale finanțării, în primul rând al echivalenței cronologice. În acest sens se recurge la criteriul timp, luând ca limită anul de gestiune. Esențial este să se constate dacă întreprinderea alocă o parte a surselor financiare cu caracter permanent pentru finanțarea plasamentelor pe termen scurt, adică dacă are o marjă de siguranță în privința înfăptuirii echilibrului său financiar prin crearea unui fond de rulment net într-o dimensiune care să-l justifice, prin prisma criteriilor de eficiență și risc.

Din analiza acestor indicatori se pot formula concluzii privind modul specific de finanțare a activelor, adoptat de întreprindere, care să conțină în esența lui expresia prudenței pe care managerul o manifestă față de riscurile la care se expune, precum și modul în care acesta decide să-și asigure echilibrul financiar pe termen lung.

În cadrul acestui tip de indicatori se pot construi rate ale finanțării activelor imobilizate cât și rate ale finanțării activelor circulante și anume:

- gradul de finanțare a activelor imobilizate pe seama surselor financiare cu caracter permanent (f_p) construit după relația:

$$f_p = \frac{\text{Capitaluri permanente}}{\text{Active imobilizate nete}} = \frac{\text{Capital propriu} + \text{datorii term.lung}}{\text{Active imobilizate nete}}$$

Potrivit principiului echivalenței cronologice, valoarea raportului

¹²⁰Depallens G. - Gestion financiere de l'entreprise. Edition Sirey, Paris, 1977, p. 297

trebuie să fie superioară lui unu. Aceasta înseamnă că plasamentele în active imobilizate nu trebuiesc finanțate din surse cu exigibilitate pe termen scurt.

- gradul de finanțare a activelor imobilizate pe seama surselor financiare proprii (f_{rp}):

$$f_{rp} = \frac{\text{Capitaluri proprii}}{\text{Active imobilizate nete}}$$

Indicatorul este destinat să întregască analiza făcută cu ajutorul raportului precedent. Când acesta este egal sau mai mare ca unu se consideră că situația întreprinderii este excelentă;

- rata auto finantării investițiilor (a_i) prin care este măsurată capacitatea firmei de a-și finanța investițiile. Cu ajutorul acestui indicator se poate construi următoarea relație de calcul:

$$a_i = \frac{\text{Autofinanțarea exercițiului}}{\text{Investițiile exercițiului}} =$$

=

$$\frac{\text{Amortizări} + \text{Sume din lichidări} + \text{Rezerve și provizioane} + \text{Profit pentru dezvoltare}}{\text{Active imobilizate nete}}$$

O rată ridicată pune în evidență faptul că întreprinderea este independentă vis-a-vis de acționarii și creditorii săi pe termen lung. În strânsă legătură cu acest indicator se poate calcula și următoarea rată:

$$\frac{\text{Investițiile exercițiului}}{\text{Amortizarea anuală a exercițiului}} * 100$$

menită să caracterizeze politica de investiții pe care o duce echipa de manageri a firmei. Dacă nivelul acestei rate este subunitar înseamnă că întreprinderea nu recurge la investiții pentru a înlocui complet activele imobilizate uzate și nici pentru dezvoltări. Fenomenul menținut în timp conduce spre un grad de lichiditate ridicat, dar este asociat unei politici de noninvestire care se dovedește de rău augur,

- rata autofinanțării totale(a_t) calculată după relația:

$$a_t = \frac{\text{Investițiile exercițiului} + \text{creșteri și/sau descreșteri ale fondului de rulment net aferente exercitiului}}{\text{Autofinanțarea exercițiului}} \cdot 100$$

100

Indicatorul relevă măsura în care întreprinderea își asigură finanțarea investițiilor pe seama surselor proprii;

- rata finanțării activelor circulante pe seama fondului de rulment net (acf_r) construit după relația:

$$acf_r = \frac{\text{Fond de rulment}}{\text{Active circulante}} \cdot 100$$

exprimă ceea ce se numește finanțarea stabilă a activelor circulante și pune în evidență importanța ce se acorda fondului de rulment. Nivelul său variaza între zero și unu. Indicatorul este deosebit de util pentru aprecierea, prin comparații cu întreprinderi similare, cât și prin prisma evoluției fenomenului în timp, preocupările firmei pentru finanțarea stocului util și crearea marjelor de siguranță necesară asigurării continuității procesului productiv, în cazul unor fenomene nedorite,

- rata finanțării activelor circulante pe seama creditului de furnizori (ac_{cf}) construită pe două nivele, după relațiile:

$$a_{cf} = \frac{\text{Datorii față de furnizori}}{\text{Active circulante}} \cdot 100 \quad a_{cf} = \frac{\text{Datorii față de furnizori}}{\text{Active circulante}} \cdot 100$$

care indică proporția finanțării activelor circulante, respectiv a stocurilor, pe seama datoriilor față de furnizorii întreprinderii.

În egală măsură, ea arată partea, descoperită a activelor circulante, respectiv a stocului, ce urmează a se finanța pe seama fondului de rulment, precum și a altor surse pe termen scurt.

- rata finanțării activelor circulante pe seama împrumutului bancar pe termen scurt, (ac_{ib}), construită, pe două nivele potrivit relațiilor:

$$ac_{ib} = \frac{\text{Credit bancar pe termen scurt}}{\text{Active circulante}} * 100$$

$$ac_{ib} = \frac{\text{Credit bancar pe termen scurt}}{\text{Stocuri (valori de exploatare)}} * 100$$

Indicatorii trezoreriei întreprinderii. Acești indicatori sunt mențiți să reflecte modul în care firma reușește să facă față obligațiilor de plată, devenite scadente, respectiv modul în care aceasta își asigură și menține echilibrul financiar pe termen scurt. Utilizarea unor astfel de indicatori se impune în mod necesar datorită faptului că prin natura lucrurilor, compartimentul financiar al întreprinderii nu se poate limita, prin activitatea lui, numai la determinarea nevoilor de finanțare și de găsim a resurselor de finanțare aferente, ci este chemat să se preocupe sistematic și de modul în care se poate face față obligațiilor întreprinderii devenite scadente. În cadrul acestui tip de indicatori se pot construi:

- rata lichidității imediate (L_i) potrivit raportului:

$$L_i = \frac{\text{Disponibilități}}{\text{Datorii pe termen scurt}} * 100$$

menită să facă judecăți cu privire la capacitatea firmei de a-și onora obligațiile banești imediate devenite scadente. Nivelul coeficientului este subunitar. Un nivel apropiat de unu pune în evidență o situație discutabilă a trezoreriei, generată de o gestiune financiară necorespunzătoare, orientată spre o monetizare excesivă a activelor, spre retragerea din circuit a fondurilor (capitalurilor) avansate;

- rata lichidității relative (L_r), stabilită potrivit formulei:

$$L_r = \frac{\text{valori realizabile pe termen scurt} + \text{disponibilități}}{\text{datorii pe termen scurt}} * 100$$

Nivelul său este, de regulă, inferior lui unu și pune în evidență capacitatea firmei de a-și plăti datoriile devenite scadente fără a fi obligate

să-și vândă stocurile. Valorile realizabile sunt reprezentate aici de postul "clienți și efecte comerciale primite sau de primit". Aici se impune o atentă analiză a valorilor realizabile pe termen scurt, întrucât la formarea lor contribuie în mod substanțial politica de credit comercial promovată de firmă, precum și starea financiară a clienților săi;

- rata lichidității generale (L_g), numită și a solvabilității pe termen scurt, este menită să releve posibilitățile întreprinderii de a-și transforma mai mult sau mai puțin rapid, bunurile în lichidități și de a-și reînnoi sursele de finanțare pe termen scurt de care poate dispune:

$$L_g = \frac{\text{active circulante}}{\text{datorii pe termen scurt}} * 100$$

Acest indicator pune în evidență importanța și calitatea bunurilor patrimoniale la care ea poate face apel atunci când este nevoită să-și achite, la scadență, datoriile contractate pe termen scurt: valoarea economică a activelor sale circulante. Nivelul său este superior lui unu (dacă fondul de rulment net este pozitiv),

- rata creditelor bancare de trezorerie (T_{cb}), calculată cu relația:

$$T_{cb} = \frac{\text{nevoia de fond de rulment net}}{\text{credite bancare de trezorerie}} * 100$$

Acest indicator relevă nevoile generate de ciclul de exploatare, care se impun, în relația directă cu activitatea întreprinderii. Evoluția nevoilor de fond de rulment poate fi analizată nu numai din punct de vedere strict al finanțării ciclului de producție, dar și al implicațiilor pe care le are asupra trezoreriei.¹²¹ Orice diminuare a nevoii de fond de rulment devine un factor favorabil pentru trezoreria întreprinderii, în sensul că determină creșterea

¹²¹Meunier H., F. de Barolet, Boulmer P.- La trezorerie des entreprises, Bordas, Paris. 1970, p.

lichidităților imediate, în timp ce o creștere a acestuia este pusă imediat în corelație cu dificultățile pe care le reclamă recurgerea la surse suplimentare de finanțare cu caracter permanent.

Ratele de structură ale activului întreprinderii exprimă compoziția economică a capitalului firmei. Capitalul firmei fiind format dintr-un ansamblu de mijloace eterogene și complementare care, puse în operă, permit realizarea obiectului de activitate al întreprinderii. Ratele de structură ale pasivului pun în evidență natura și proveniența surselor de finanțare de care dispune întreprinderea și gradul său de îndatorare față de terți.

În fapt, situația financiară a firmei este dependentă de confruntarea permanentă dintre lichiditatea activelor și exigibilitatea pasivelor, confruntare care își găsește cea mai sintetică exprimare în modul în care se asigură și se menține în timp echilibrul financiar al întreprinderii. Ratele de finanțare dau expresie modului de îndeplinire a echilibrului pe termen lung, precum, ratele de trezorerie relevă modul de îndeplinire a echilibrului financiar pe termen scurt.

Indicatori ai gestiunii surselor. Prin esența lor aceștia sunt menși să măsoare viteza (rapiditatea) cu care activele întreprinderii se transformă în lichidități, respectiv, în cazul pasivelor, viteza de reînnoire a resurselor. Ei se exprimă fie sub forma coeficienților, arătând numărul de circuite pe care le săvârșește activul (pasivul) într-un an, fie ca durată în zile a unui singur circuit. În cadrul acestei grupe de indicatori sunt consacrate trei tipuri de rate:

- rate ale rotației capitalului;
- rate ale rotației activelor circulante;
- rate ale rotației pasivelor (obligațiilor) pe termen scurt.

Ratele de rotație ale capitalurilor cuprind:

- rata rotației capitalului total (C_r)

$$C_r = \frac{\text{cifra de afaceri (T.V.A.)}}{\text{capitalul total (active totale)}},$$

ea ne permite să stabilim numărul de circuite pe care le realizează pe durata unui an de gestiune, întregul capital avansat în circuitul economic al întreprinderii;

- rata rotației capitalului fix, numită și rata de intensitate a capitalului

$$C_{fr} = \frac{\text{cifra de afaceri (fără T. V. A.)}}{\text{active imobilizate}}$$

În evoluția acestui indicator se disting două faze: în prima, ca urmare a investițiilor făcute, activele imobilizate cresc, fără să se obțină creșteri în același ritm pentru cifra de afaceri, fapt ce determină o descreștere a sa, în faza a doua, de exploatare, intensă a capacităților de producție, cifra de afaceri sporește până la un plafon după care se stabilizează. Aceasta, ca urmare a faptului că întreprinderea atinge în existența ei o organizare superioară ce corespunde unui nivel dat al producției sale.

- rata rotației capitalului circulant (C_{cr}) pusă în opoziție cu cea a capitalului fix, se construiește prin raportul:

$$C_{cr} = \frac{\text{cifra de afaceri (fără T. V. A.)}}{\text{active circulante}}$$

În cazul întreprinderilor industriale ea înregistrează valori mult mai mari decât rata rotației capitalului fix, datorită faptului că activele circulante reprezintă partea cea mai mobilă a capitalului investit,

- rata rotației capitalului propriu (C_{pr}), stabilită după relația:

$$C_{pr} = \frac{\text{cifra de afaceri (fără T.V.A.)}}{\text{capital propriu}}$$

Ea relevă de câte ori întreprinderea avansează și recuperează pe durata unui exercițiu financiar sursele proprii pe care le gestionează.

- rata rotației capitalului permanent (C_{per}), calculată după relația:

$$C_{per} = \frac{\text{cifra de afaceri (fără T.V.A.)}}{\text{capitalul permanent}}$$

Ea ne dă o imagine asupra rapidității cu care întreprinderea fructifică sursele cu caracter permanent pe care le are la dispoziție.

- rata rotației fondului de rulment net (C_{fnr}), constituită după relația:

$$C_{fnr} = \frac{\text{cifra de afaceri (fără T.V.A.)}}{\text{fondul de rulment net}}$$

Indicatorii rotației activelor circulante au rolul de a releva pe de o parte gradul de lichiditate al activelor circulante ale întreprinderii și de a face în acest fel o legătură între modul de gestionare a acestora și situația financiară, iar pe de altă parte, de a da posibilitatea managerului financiar de a efectua calcule previzionale, pornind de la un obiectiv fixat - cifra de afaceri, cu privire la nevoia de stoc precum și a altor posturi de activ.

Acești indicatori permit efectuarea de calcule rapide cu privire la nevoia de resurse pe care o reclamă necesarul de stoc. Analizele întreprinse cu acești indicatori trebuie făcute cu prudență deoarece situațiile avute în vedere sunt plasate într-un anumit context al acțiunii factorilor interni și externi, care este absolut necesar să fie luat în seamă.

- rata rotației stocurilor (S_r):

$$S_r = \frac{\text{cifra de afaceri (fără T. V. A.)}}{\text{stoc mediu (fără taxe)}}$$

Deoarece într-o întreprindere industrială stocul cuprinde mai multe elemente componente, calcul unei rate globale a rotației stocurilor nu este suficient de semnificativă. De aceea în funcție de obiectivul urmărit se poate recurge la calcul ratei rotației fiecărui element component: materii prime, produse în curs de fabricație, produse finite etc.

În plus se poate calcula pentru stocul de materii prime, rata de forma:

$$\frac{\text{consumul de materiale al perioadei}}{\text{stocul de materii prime și auxiliare diverse}}$$

menită să pună în evidență faptul că întreprinderea dispune sau nu de un stoc suficient pentru a evita ruptura de stoc. Construirea indicatorilor în cea de a doua formă (D_{zs}) se realizează după relația:

$$D_{zs} = \frac{\text{stocul mediu (fără T. V. A.)} * 360 \text{ zile}}{\text{cifra de afaceri (fără T. V. A.)}}$$

Această rată dă posibilitatea unor informații mult mai expresive în ceea ce privește gradul de lichiditate al activelor de natura valorilor de exploatare.

- rata rotației postului clienți și efecte comerciale de primit, este preferat a fi construit în a doua formă (durata în zile (D_{zcl})):

$$D_{zcl} = \frac{\text{clienți} * \text{nr. zile (luni) ale perioadei}}{\text{vânzările perioadei}}$$

Indicatorul pune în evidență intervalul mediu în care are loc încasarea creanțelor întreprinderii de la clienți, care pentru trezorerul

întreprinderii sunt vitale. În ce privește controlul creanțelor sunt utile și următoarele rate:

$$r_1 = \frac{\text{clienți dubioși}}{\text{total clienți}} \text{ și } r_2 = \frac{\text{efecte neîncasabile}}{\text{total efecte primite}}$$

Indicatorii rotației pasivelor pe termen scurt. Din această categorie cei mai semnificativi indicatori sunt considerați ca fiind:

- rata rotației datoriei față de furnizori (D_{zf}), care este menită să completeze informațiile privind gestiunea surselor, acestea fiind puse în corelație cu cele oferite de indicatorii ce privesc rotația activelor. Nivelul indicatorului măsoară perioada medie la care întreprinderea își onorează datoriile față de furnizorii săi, respectiv durata medie de timp cât ea beneficiază de creditul de furnizor ca sursă de finanțare a activelor circulante:

$$D_{zf} = \frac{\text{datorii față de furnizori} \cdot \text{nr. zile (luni) ale perioadei}}{\text{aprovizionările perioadei}},$$

- rata rotației pasivelor determinate de derularea procesului de exploatare al întreprinderii. Indicatorul astfel construit are în vedere determinarea duratei medii pe intervalul căreia astfel de surse, numite în practică "pasive stabile" pot rămâne la dispoziția firmei pentru finanțarea activelor sale circulante. În același timp el indică și durata medie de exigibilitate a acestor surse.

- rata rotației împrumutului bancar pe termen scurt, cu semnificații apropiate cu ale indicatorului precedent.

Indicatori ai randamentului financiar și ai rentabilității.

Această grupă de indicatori este menită să ofere managerului informații cu privire la nivelul de fructificare economică și financiară a capitalului. În cadrul indicatorilor randamentului financiar pot fi încadrați:

- coeficientul (marja) profitului brut (m_{pb}):

$$m_{pb} = \frac{\text{profitul brut}}{\text{cifra de afaceri}}$$

- coeficientul (marja) profitului net (m_{pn}), construit după relația:

$$m_{pn} = \frac{\text{profitul net}}{\text{cifra de afaceri}}$$

Ambii indicatori relevă câte unități bănești reprezentând profit, revine pe o unitate bănească încasată, ca urmare a vânzării produselor.

- coeficientul (marja) cheltuielilor financiare (m_{cf}), menit să reflecte ponderea pe care cheltuielile financiare ale exercițiului o dețin în cifra de afaceri. El relevă costul surselor împrumutate și capacitatea firmei de acoperire a acestor cheltuieli din încasările proprii.

- coeficientul (marja) surselor destinate autofinanțării (m_a) construit după relația:

$$m_a = \frac{\text{surse afectate pentru autofinanțare}}{\text{cifra de afaceri}}$$

Aceasta scoate în evidență capacitatea întreprinderii de a procura surse pentru autofinanțare din încasările proprii. Între indicatorii rentabilității cei mai utilizați sunt:

- rata rentabilității fondului (capitalului) total calculată pe două nivele după relațiile:

$$\gamma_{bc} = \frac{\text{profit brut}}{\text{capital total}} * 100 \text{ ,iar a doua,}$$

$$\gamma_{uc} = \frac{\text{profit net}}{\text{capital total}} * 100$$

Ambele rate au o tentă mai mult economică decât financiară, motiv pentru care apare mai degrabă ca un indicator al randamentului financiar al

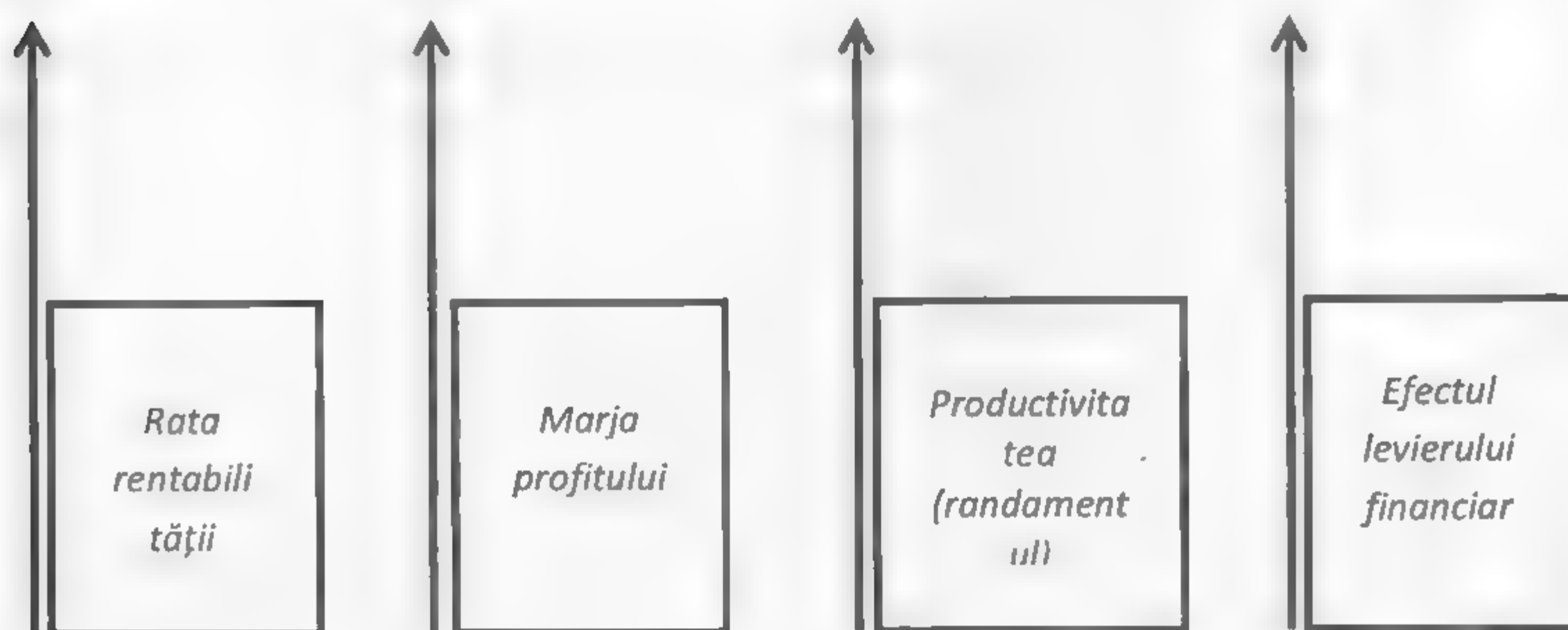
fondului (capitalului) total. În acest context se apreciază că indicatorii reflectă capacitatea fondului (capitalului) total de a produce profit, motiv pentru care americanii fac uz de noțiunea de randament, iar francezii de rentabilitate economică brută și netă.¹²²

- rata rentabilității capitalului propriu (r_{cp}) stabilită după relația:

$$r_{cp} = \frac{\text{profit net}}{\text{capital propriu}} * 100$$

Acest indicator se apreciază că are o tentă financiară, pură și este cel care dă în fapt expresie rentabilității capitalului. Este extrem de folosit în practica firmelor cu economie de piață consacrată și recunoscut ca un indicator al eficacității cu care administratorii întreprinderii utilizează mijloacele puse la dispoziția lor. În analiza financiară este considerat indicator sintetic deoarece este rezultatul acțiunii multiplicate a mai multor indicatori:

$$\frac{\text{profit net}}{\text{capital propriu}} = \frac{\text{profit net}}{\text{cifra de afaceri}} * \frac{\text{cifra de afaceri}}{\text{active totale}} * \frac{\text{pasive totale}}{\text{capital propriu}}$$

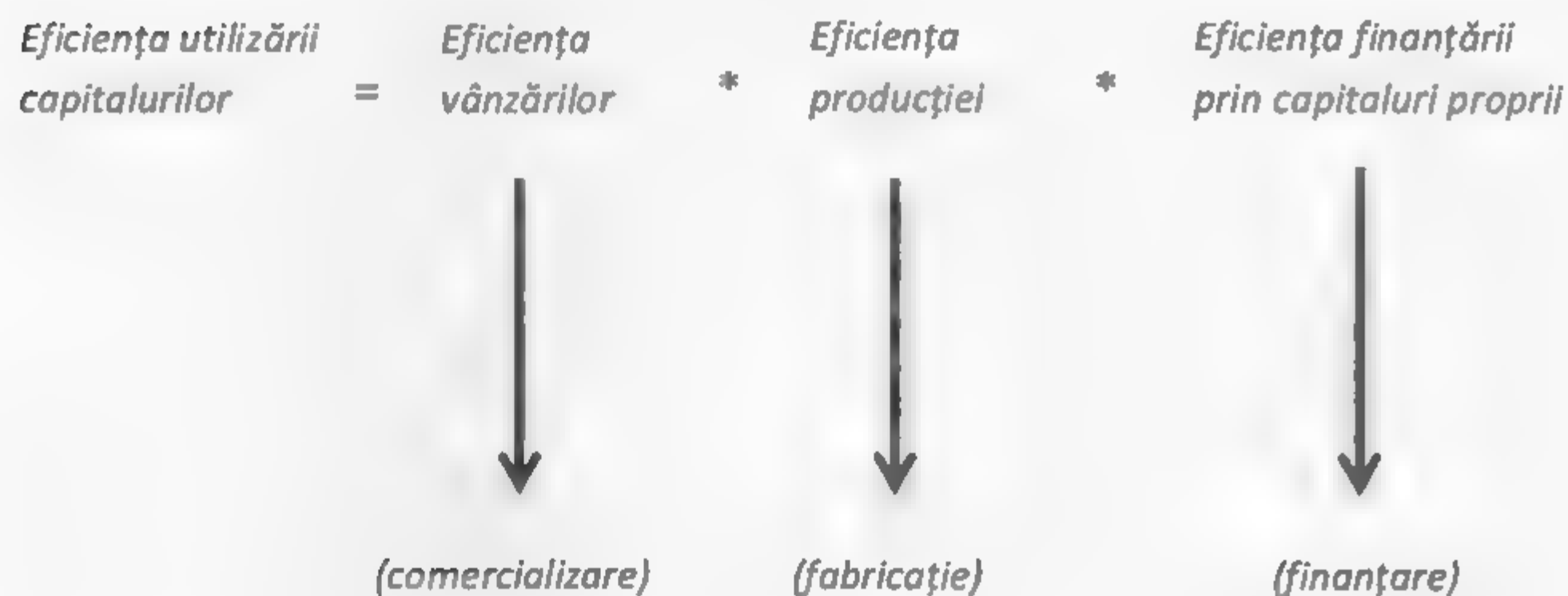


¹²² Lavaud R., Albaut J. – Op. cit., p. 144

Având în vedere că activele totale = pasivele totale, relația mai poate fi scrisă și în următoarea formă:

$$\frac{\text{profit net}}{\text{capital propriu}} = \frac{\text{profit net}}{\text{cifra de afaceri}} * \frac{\text{cifra de afaceri}}{\text{active totale}} * \frac{\text{active totale}}{\text{capital propriu}}$$

ceea ce înseamnă în ultimă instanță:



Aceste relații pun în evidență calitatea deciziilor luate de managerul financiar al întreprinderii. Ele au în vedere creșterea rentabilității capitalului, a eficienței utilizării sale, prin prisma efectului favorabil pe care îl produce gradul de îndatorare pe termen lung și creșterea capacității de finanțare a activelor pe seama surselor cu caracter permanent, iar în cadrul lor cu prioritate pe seama surselor proprii.

De asemenea rentabilitatea capitalului propriu este dată de produsul dintre eficiența activității de comercializare, eficiența activității de producție, exprimată prin rotația capitalului (încasări/capital) și capacitatea de finanțare a activelor pe seama surselor proprii. Astfel spus este produsul

dintre eficiența utilizării capitalului total și capacitatea de finanțare a capitalului propriu.

Un alt tip de relație care pune în evidență capacitatea de finanțare pe termen lung a întreprinderii este cea care stabilește rata rentabilității capitalului permanent:

rentabilitatea capitalului permanent

$$= \frac{\text{profit}}{\text{capital total(active totale)}} * \frac{\text{active totale}}{\text{capital paermanent}}$$

Relația pune în relief faptul că rentabilitatea capitalului permanent este dată de eficiența cu care se folosesc activele (profit/active), respectiv eficiența folosirii capitalurilor și capacitatea de finanțare pe termen lung, etalată de întreprindere, altfel spus de coeficientul multiplicării capitalului permanent (active/capital permanent).

Este vizibil că în relațiile cantitative ce se stabilesc între indicatorii selectivi, de eficiență apare în discuție structura de capital a întreprinderii, precum și capacitatea de finanțare a plasamentelor, atribuită diferitelor tipuri de capital (propriu sau permanent, după caz). Ca urmare, se pune în evidență faptul că nivelul eficienței utilizării capitalurilor întreprinderii depinde și de efectul favorabil al raportului capitalului propriu/capital împrumutat pe termen mediu și lung, precum și de efectul de multiplicare a capitalului.

Relația ne mai relevă faptul că rentabilitatea capitalului permanent depinde și de modul în care întreprinderea reușește să achiziționeze cât mai multe active pe termen scurt, pe seama surselor sale pemanente, practic a fondului de rulment net. Într-o astfel de situație, asigurându-și o capacitate cât mai ridicată de finanțare a plasamentelor pe termen scurt pe seama capitalului permanent, întreprinderea achiziționează mai multe active de

acest fel, care gestionate corespunzător pe durata unui exercițiu financiar înseamnă, mai multe vânzări, iar mai multe vânzări înseamnă, în ultimă instanță, mai mult profit.

De aici o mai mare rată a rentabilității și implicit, o mai mare eficiență în privința folosirii surselor pe termen lung, comparativ cu o altă întreprindere care nu poate etala o astfel de abilitate. Este adevărat că folosirea unor astfel de fonduri, a împrumuturilor pe termen lung, înseamnă un risc mai mare, dar pot fi obținute în acest fel, venituri cu un cost al datoriei care să permită un beneficiu și care să justifice folosirea acestei forme de finanțare.

În fine, un ultim tip de relație asupra căreia ne oprim este cea care privește rata rentabilității capitalului social. Se pleacă de la relația cantitativă:

$$\frac{\text{profit nedistribuit}}{\text{capital social}} = \frac{\text{profit net}}{\text{capital social}} * \frac{\text{profit net} - \text{dividende}}{\text{profit net}}$$

care devine,

$$\frac{\text{profit nedistribuit}}{\text{capital social}} = \frac{\text{profit net}}{\text{capital social}} * \left(1 - \frac{\text{dividende}}{\text{profit net}}\right)$$



O astfel de relație completează în mod fericit analiza eficacității cu care se gestionează sursele financiare ale întreprinderii. Ea pune în evidență interesul firmei și totodată al acționarilor (asociaților) săi pentru creșterea economică a întreprinderii. Practic este vorba de interrelația dintre politica de dividende și politica de autofinanțare a viitoarelor programe.

Aspectul creșterii economice a întreprinderii este deosebit de important pentru investitor, motiv pentru care preocupă pe orice analist. Din acest motiv, rata creșterii capitalului social este socotită unul dintre cei mai utili indicatori folosiți în analizele financiare, deoarece este în măsură să evidențieze capacitatea întreprinderii de a-și spori în viitor vânzările, uneori într-un mod confortabil, fără a recurge la alte politici de finanțare.

BIBLIOGRAFIE

1. **Smith A.** - *Avuția națiunilor*, Editura Academiei, București, 1962
2. **Ansoff I.** - *Strategic du developpement de l'entreprise*, les éditions d'organisation, Paris, 1983
3. **Ballada S., Coille J.C.** - *Outils et mécanismes de la gestion financière*, Maxima, Paris, 1992
4. **Baray R, Beau D.** - *L'efficacité des strategic de croissance externe; l'experience de l'industrie de France*, Banque de France, 1989
5. **Bistriceanu Gh., Demetrescu C.G., Macovei E.I.** - *Lexicon de finanțe, contabilitate și informatică financiar-contabilă*, Editura didactică și pedagogică, București, 1981
6. **Brigham E.** - *Fundamental of financial management*, The Dryden Press, Orlando, 1992
7. **Bucătaru D.** - *Finanțele întreprinderii*, Editura TipoMoldova, Iași, 2011
8. **Bucătaru D.** - *Finanțele întreprinderii, aplicații și studii de caz*, Editura Tribuna Economică, București, 2009
9. **Bucătaru D.** - *Cu privire la constituirea fondurilor întreprinderi, în perioada trecerii la economia de piață*, în Monedă, finanțele și creditul în procesul tranziției la economia de piață, Editura Univ. Al. I. Cuza Iași, 1992
10. **Bucătaru D.** - *Concepții actuale privind echilibrul financiar al întreprinderii*, Tribuna economică nr. 15/1994
11. **Bucătaru D.** - *Echilibrul financiar al întreprinderii -cerințe și soluții ale asigurării lui permanente*, în Buletinul științific al Univ. M. Kogalniceanu, Editura Cugetarea, Iași, 1994
12. **Bucătaru D.** - *Fund flow statement and cash-flow; evolution and signifiance*, în Contributii alio studio della tranzitione della agricoltura rumena verso il mercato: aspetti strutturali, economici ed estimativi, Edizione Conquista, Bologna, 1997
13. **Bucătaru D.** - *Mutații în mediul economic și financiar al firmei și influențe*

asupra gestiunii financiare a acesteia, în Mecanismul și instituțiile economiei de piață, Editura Univ. Al. I. Cuza Iași, 1997

14. **Caspar C., Afriat C.** – *L'investissement intellectuel. Essai sur l'economie de l'immateriel*, Economica, Paris, 1988
15. **Charreaux G.** - *Gestion Financiere*, Litec, Paris, 1996
16. **Charreton J.B., Raffegeau J.** - *Financement des entreprises*, Editions Frances Lefevre, Paris, 1992
17. **Cocris V., Isan V.** - *Economia afacerilor*, Editura Graphix, vol.3, Iasi, 1995
18. **Cohen E.**- *Analyse Financiere*, Economica, Paris, 1997
19. **Collase B.** - *Gestion financiere*, Dunod, Paris, 1993
20. **Conso P.** - *La gestion financiere de l'entreprise*, Dunod, Paris, 1989
21. **Davies D.** - *La finanzas de la empresa*, Ediciones Deusto, Madrid, 1991
22. **Depallens G.** - *Gestion financiere de l'entreprise*, Sirey, Paris, 1972
23. **Eglen J.Y., Micol A., Stology H.** - *Les mecanismes financieres de l'entreprise*, Monchrestein EJA, Paris, 1988
24. **Filip Gh.** - *Îndatorarea și viabilitatea financiară a întreprinderii*, Revista Finanțe, Credit, Contabilitate, nr. 8-9/1994
25. **Georgescu - Roegen N.**- *Legea entropiei și procesul economic*, Editura politică, București, 1979
26. **Giurgiu I. A.** – *Finanțe firmei*, Editura Presa Universitară Clujeană, Cluj-Napoca, 2000
27. **Grădinaru M., Bucătaru D., Mihai C.** - *Evaluarea întreprinderii în economia de piață*, Editura Junimea, Iași, 1997
28. **Halpern P., Weston R., Brigham E.** - *Finanțe manageriale*, Editura Economică, București, 1998
29. **Lavaud R., Albaut J.** - *Rations et gestion de l'entreprise*, Dunod, Paris, 1989
30. **Larrera de Morel** - *Les investissements immateriel des PME*, Sofaris, 1988
31. **Levasseur M.** - *Finance*, Economica, Paris, 1990
32. **Levy M.A.** - *La rentabilite bancaire de 1978 à 1988*, Economie et statistique nr.234/1990
33. **Magerin J., Mallard J. C.** - *Dicogefi, le dictionnaire de la gestion*, les editions d'organisation, Paris, 1989
34. **Marion A.** - *La valorisation direct de l'actif immateriel*. Banque, mart 1990

35. **Maschesnay M.** - *Economie d'entreprise*, Eyrolles, Paris, 1991
36. **Meunier H., Barolet R, Boulmer P.** - *La trezorerie des entreprises*, Dunod, Paris, 1970
37. **Murard de G.** - *Le tableau pluriannuel des flux financiers*, Revue Francaise de Gestion, Janvier - Fevrier, 1977
38. **Neagoe I., Bucătaru D.** - *Analiza utilizării capitalurilor - concepte și cerințe ale înfăptuirii ei*, Editura Fundației "Gh. Zane", Iași, 1997
39. **Neagoe I., Onofrei M.** - *Finanțele întreprinderii*, lucrări practice, Editura Ankarom, Iași, 1997
40. **Onofrei M.,** - *Finanțele întreprinderii*, Editura Economică, București, 2004
41. **Onofrei M.,** - *Management financiar*, Editura C.H.Beck, București, 2006
42. **Opritescu M., Sighiea N., Dracea M.** - *Gestiunea financiară a întreprinderii*, Editura Dova, Craiova, 1996
43. **Pariente S.** - *Analyse et mathematiques financieres*, Vuibert, Paris, 1991
44. **Pinches G.** - *Esentials of financial management*, Harper Collins Publishers, Kansas, 1990
45. **Poncet P., Portait R.** - *Finance de marché*, Dalloz, Paris, 2009
46. **Portait R., Noubel P.** - *Les decisions financière dans l'entreprises*, P.U.F., Paris, 1982
47. **Pilverdier Latreyte J.** - *Finance d'entreprise*, Economica, Paris, 1990
48. **Richard J.** - *L'audit des performances de l'entreprise*, La Villquerin édition, Paris, 1989
49. **Solnik B.** - *Gestion financiere*, Nathan, Paris, 1988
50. **Stancu I.** - *Gestiunea financiară a agenților economici*, Editura Economică, București, 1994
51. **Stancu I.** - *Finanțe*, Editură Economică, București, 2006
52. **Tabatoni P. , Roure F.** - *La dynamique financiere*, Les éditions d'organisation, Paris, 1988
53. **Ternisien M.** - *Comprendre l'entreprise par les flux*, La Vilequerin éditions, Paris, 1988
54. **Tofan A., Bucătaru D., Mihai C.** - *Gestiunea investițiilor agroalimentare*, Editura Junimea, Iași, 1997
55. **Toma M.** - *Finanțe și gestiune financiară*, Editura didactică și pedagogică, R.A.,

București, 1994

56. **Toma M.** - *Finanțe și gestiune financiară*, Editura Economică, București, 1998
57. 91. **Trenca I.** - *Fundamentele managementului financiar*, Casa Cărții de Știință, Cluj-Napoca, 2005
58. **Turliuc V. și colectiv** - *Dimensiunea financiară a întreprinderii*, Editura Eco'Art, Iași, 1998
59. **Vernimen T.** - *Finance d'entreprise. Analyse et gestion*, Dalloz, Paris, 1989
60. **Vintila G.** - *Gestiunea financiară a întreprinderii*, Editura Didactică și Pedagogică, București, 1997
61. **Voinea Gh.** - *Autonomia financiară și autofinanțarea*, Revista finanțe, credit, contabilitate nr.5/1992
62. *** - *Dicționarul explicativ al limbii române*, Editura Academiei, București, 1975
63. *** - *Dicționar de economie politică*, Editura politică, București, 1974
64. *** - *Dizionario di amministrazione, contabilita, diritto, economia, finanza, informatica, lavoro, d'ufficio, risk, management*, Franco Angeli Libri, Milano, 1989
65. *** - *Le dictionnaire de notre temps*, Hachette, Paris, 1988
66. *** - *Dicționar enciclopedic*, Editura enciclopedică, București, 1993
67. *** - *Dixeco de l'economie*, Dunod, Paris, 1989
68. *** - *Mic dicționar enciclopedic*, Editura științifică și enciclopedică, București, 1986